

- تمويل العلاوة
من الشعب وإلى الشعب

- التوريق
(مفهومه ،تطبيقه محلياً ودولياً)

- أسواق رأس المال ووسائل تفعيلها

الجوانب المالية والقانونية للتأجير التمويلى

مالية - اقتصادية - عامة - تصدر شهريا - العدد ٤٧٠ - شهر يونيه - ٢٠٠٨ - السعر جنيهان

مجلة المال والتجارة
Al Mal Waltegara

علمية - اقتصادية - مالية - عامة - تصدر شهرياً

العدد ٤٧٠ - يونيه ٢٠٠٨ م

فى هذا العدد

القسم الأول خاص بنشر الأبحاث المحكمة وفقاً لقواعد النشر العلمى المتعارف عليها عن طريق الأساتذة كل فى تخصصه

الاشتراكات

- الاشتراكات السنوية ٢٤ جنيهاً مصرياً داخل جمهورية مصر العربية .
- الاشتراكات السنوية خارج جمهورية مصر العربية سعر النسخة + مصاريف البريد .
- ترسل الاشتراكات بشيك أو حوالة بريدية باسم مجلة المال والتجارة على العنوان أدناه .
- الإعلانات يتفق عليها مع الإدارة .

ثمن النسخة

جمهورية مصر العربية جنيهان

سوريا	٥٠ ل س	ليبيا	٥٠٠ درهم
لبنان	٢٥٠٠ ليرة	السودان	٤٠ جنيهاً
العراق	١٠٠٠ فلس	الجزائر	٥ دينارات
الأردن	١ دينار	الكويت	٨٠٠ فلس
السعودية	١٠ ريالات	دول الخليج	١٠ دراهم

١١ شارع مريت باشا - ميدان التحرير - القاهرة تليفون : ٢٥٧٤٤٦٣٠ - ٢٥٧٤٢١٩٠ فاكس : ٢٥٧٥٠٤١٩



تمويل العلاوة

من الشعب وإلى الشعب

بقلم محاسب / **أحمد عاطف عبدالرحمن**

رئيس مجلس الإدارة

■ **جاءت التقديرات** عن زيادات فى أسعار بعض السلع التى صاغتها الحكومة فى قرار سريع تم إعدادها وإصدارها فى زمن قياسى بحيث صادق عليها مجلس الشعب وانتهت بالقرار وأصبحت نافذة المفعول فوراً تتمثل فى أن يحصل أصحاب الأجور على الزيادة التى قررها لهم الرئيس وهى ٣٠ ٪ والتى ستطبق فى أول يونيه القادم وجاءت الزيادة من خلال وسائل مختلفة منها ما هو تعديل سعر أو إلغاء إعفاء أو زيادة ضريبية كالآتى :-

(١) زيادة أسعار الطاقة بالنسبة للغاز الطبيعى للصناعات كثيفة الطاقة .

(٢) رسوم تنمية موارد .

أ - وهى رسوم جديدة على الطفلة المستخدمة من المحاجر.

ب - وفرض رسم تنمية على رخص السيارات حسب سعتها اللترية لمحرك السيارة .

(٣) زيادة فى ضريبة المبيعات على :

أ - السجائر .

ب - على البنزين .

جـ - على الكيروسين .

د - على السولار .

(٤) إلغاء إعفاءات ضريبية على الدخل .

أ - على المدارس والمعاهد التعليمية الخاصة.

ب - على عائد أذون الخزانة .

■ هذا الإعفاء كان يجب منذ سنوات بعد أن حقق أصحاب المعاهد والمدارس الخاصة أرباحاً خيالية من التعليم حتى أصبحت تجارة شهادات .

(٥) إنهاء تراخيص المصانع التى تعمل بنظام المناطق الحرة فى مجال الصناعة الثقيلة .

كل هذه التعديلات بقصد تدبير موارد مشروعة للخزانة دون اللجوء إلى طبع البنكنوت درءاً للتضخم وإن حدث بنسبة أقل وقبل هذه الإجراءات تحقق العدالة الاجتماعية ولكن هذا التعديل أصاب بعض السلع الهامة والضرورية بصفة عامة منها مثلاً زيادة أسعار الكيروسين والسولار لبعض المصانع والمعامل والمخابز تأثراً بالزيادة فى الأسعار وكذلك البنزين ٩٠ لأنه لا يوجد من يستعمل البنزين ٨٠ إلا القليل من سيارات الميكروباص ومع هذا سارع أصحاب هذه السيارات بزيادة أسعار الركوب مما أصاب المواطنين بالصدمة المفاجئة مع بداية تطبيق هذه التعديلات التى امتدت إلى

بعض الأصناف الشعبية أملاً في تحقيق مزيد من الموارد .

■ وليس الزيادة فقط على هذه الأصناف القليلة مثل البنزين والكيروسين والسولار ولكن تأثيرها امتد إلى الشارع بكثير عن الحاصل الآن وكانت المواجهة مع بداية نهار اليوم الثانى عند ذهاب الناس لأعمالهم مستخدمين سيارات النقل الميكروباص كل سائق أضاف ما يحلو له من إضافات إما [illegible] قرشا أو جنيها عن كل راكب بمعنى أن هناك أرباحا من وراء زيادة أجرة النقل لم تقتصر على تغطية زيادة البنزين أو السولار .

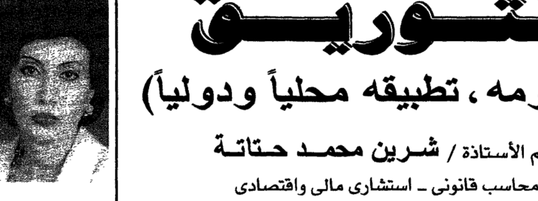
■ وكان الشعور العام عند إقرار العلاوة فرحة وبعد زيادة الأسعار تحول إلى صدمة ونقمة حتى طلب الجميع وقالوا لا للعلاوة وعودة الأسعار كما هى بعد أن التهمتها مضاعفة مع انتشار زيادة الأسعار فى كل السلع والخدمات الرئيسية ... ولكن سبق السيف العزل .

■ إذاً بقى الحال كما هو عليه زيادة فى الدخل الورقى يقابله نقص فى الدخل السلعى إذاً نحن نسير إلى صراع الجوعى وهذا هو الخطر الداهم الذى نحذر منه ولابد من الإسراع فى البحث عن مصادر جديدة لتوفير لقمة العيش التى يتقاتل عليها عامة الشعب .

التنمية التى يتحدثون عنها ومعدلاتها تقابل بمعدلات تضخم كبيرة وعجز الموازنة يزداد فالعوامل الاقتصادية لا تتمشى فى انسجام بل فى تنافر كل عامل يسير فى اتجاه مضاد للأخر وهذا شئ طبيعى لحكومة فقدت عنصر الترابط وفقدت الخط الذى يسير عليه الجميع ضمن خطة وبرنامج عمل محدد لمواجهة أزمة المجاعة المتوقعة فى الشهور والسنوات القادمة .

نحتاج لخطة عاجلة قصيرة الأجل لتدبير المعيشة اليومية وطويلة الأجل لسد احتياجات الدولة وقت أن يمتنع الآخرون عن إمدادنا أو البيع لنا ما نواجهه من عجز متوقع فى الحبوب وأهمها القمح والذرة والأرز ، مرحلة الانغلاق على الذات كل دولة تقفل أبوابها أمام التصدير سعياً وراء الاكتفاء الذاتى حينئذ يواجه الاستيراد للمواد الغذائية أسعاراً فلكية يحكمها قانون العرض والطلب هذه المرحلة بدأ الاستعداد لها عالمياً ولابد أن نسعى ونستعد لها محلياً قبل فوات الأوان ولا يبقى غير الندم وقت لا ينفع الندم وهنا نخاف ونخشى من ثورة الجياع وحفظ الله مصر من الجوع والمرض .... الرجاء من أناس ألهاهم زمانهم عن زمان الأخرين وتاهو فيما بين أيديهم من نعمة وبين أوهام الحاضر حتى ضاعوا عن حسابات المستقبل وما يخفيه من مصائب لم يعمل لها حساب لمواجهتها .

■ لقد سلبت الحكومة قوت الشعب على ضوء العلاوة المقررة سرقوا الحاضر لتدبير المستقبل فازداد الفقير فقراً والجوعى جوعاً ثم محاسبتهم عن إيراد ودخل لم يروه ويااليت العودة إلى ما قبل العلاوة فهو أفضل دائماً والفرحة التى عمت العاملين بالدولة زالت بهجتها وعَّم الحزن والألم بدلاً منها ، فالإدارة المالية كان يجب عليها تدبير الموارد قبل الإعلان عن العلاوة ولكن حكومة بلا تخطيط هذه حكومة مصر .



التوريق

(مفهومه ، تطبيقه محلياً ودولياً)

بقلم الأستاذة / **شرين محمد حتاتة**

محاسب قانونى ـ استشارى مالى واقتصادى

المبحث الأول
مفهوم التوريق

التوريق المصرفى Securit-ization هو أداة مالية مستحدثة تفيد قيام مؤسسة مالية بحشد مجموعة من الديون المتجانسة والمضمونة كأصول ، ووضعها فى صورة دين واحد معزز ائتمانياً ثم عرضه على الجمهور من خلال منشأة متخصصة للاكتتاب فى شكل أوراق مالية ، تقليلاً للمخاطر ، وضماناً للتدفق المستمر للسيولة النقدية للبنك .

لذلك يتمثل مصطلح التوريق (التسنيد) فى تحويل القروض إلى أوراق مالية قابلة للتداول Marketable Securities أى تحويل الديون من المقرض الأساسى إلى مقرضين آخرين . وعلى ذلك تبدو القروض المصرفية وكأنها قروض مؤقتة أو معبرية Bridging أى تنتقل القروض عبرها من صيغة القرض المصرفى إلى صيغة الأوراق المالية ، فبالاعتماد على الديون المصرفية القائمة ، يمكن خلق أصول مالية جديدة ، وتوفير تدفقات نقدية .

وتقوم تكنولوجيا التوريق أساساً على الإبداعات المستمرة فى هيكلة الموجودات ، وتبويبها بما يساعد على تقييم أدائها من جهة ، والتمويل اللاحق من جهة أخرى ، بهدف تحقيق الدخل ، واستبعاد مخاطر الإفلاس .

يتضح مما تقدم ، أن عملية التوريق تؤدى إلى تحويل القروض من أصول غير سائلة إلى أصول سائلة The conversion of illiquid Assets to Marketable securities

العناصر الرئيسية للتوريق :

يقوم التوريق على العناصر الرئيسية التالية :

- المقترض Borrower سواء كان شخصاً طبيعياً أو اعتبارياً . وقد يكون الغرض من الاقتراض هو مواجهة التعثر المالى أو إعادة الهيكلة Re-structuring والاستعانة بالأموال المقترضة للوفاء بديون حل تاريخ استحقاقها و إحلال دين القرض طويل الأجل محل هذه الديون .
- الأصول موضوع التوريق ، يتجسد الدين فى صورة سندات مديونية ، والأصول

الضامنة للدين محل التوريق دائماً ما تكون أصول ذات قيمة مرتفعة ، لذلك غالباً ما تكون حقوق رهن رسمى للبنك على عقارات أو منقولات يملكها الراهن الذى يدين للبنك .

■ **الخطوات السابقة لعملية التوريق :** يسبق إجراء عملية التوريق خطوات متعددة تنتهى باتفاق البنك الذى ينشد الحصول على سيولة نقدية سريعة لديونه مقابل نقل ملكية الأصول ، وتتمثل الخطوات التمهيدية لذلك فى قيام البنك أو المؤسسة المالية باستطلاع رأى عملائه المدينين فيما ينوى عمله فى شأن توريق ديونهم ، وفى حالة موافقتهم فإن على البنك تنظيم تفاصيل العلاقة الجديدة بين المدينين والدائن الجديد ، هناك أيضاً العديد من المهام التى تتم فى إطار عمليات التوريق ، والتى تحتاج لعناية وتخصص ، وفى مقدمتها : التقييم الواقعى لقيمة الأصول ، وتحديد السعر الملائم للأوراق المالية المزمع طرحها للاكتتاب ، والتخطيط لبرامج الترويج للاكتتاب ، وإعداد الدراسات الخاصة بالتدفقات النقدية ، ... إلخ .

■ **إدارة الأصول :** على الرغم من انتقال ملكية الأصول الضامنة للوفاء بقيمة الأوراق المالية المصدرة من الذمة المالية للبنك القائم بالتوريق للدائنين الجدد ، فإن الممارسة العملية أثبتت أنه فى معظم الصفقات يناط بهذا البنك مهام إدارة واستثمار محفظة هذه الأصول وضماناتها أثناء إنجاز أو تنفيذ عمليات التوريق .

أنواع التوريق :

يمكن تصنيف التوريق فى نوعين أساسيين هما .

١ ـ تصنيف التوريق وفقاً لنوع الضمان :

- التوريق بضمان أصول ثابتة
- التوريق بضمان متحصلات آجلة .

٢ ـ تصنيف التوريق وفقاً لطبيعته :

- انتقال الأصول من خلال بيع حقيقى مقابل شهادات لنقل الملكية لإعادة بيعها ، وتوزيع التدفقات المالية وفقاً لحصص محددة وهنا تكون الأوراق المالية معبراً لتحقيق هذا الهدف .
- انتقال الأصول بكفاءة فى صورة إدارة مديونية ، وإصدار أوراق مالية (سندات) عديدة تختلف فيما بينها وفقاً لدرجة التصنيف وسرعة الدفع ، وإمكانية فصل مدفوعات الأصل عن الفائدة .

ويمكن تمويل صفقة التوريق بأحد بديلين :

(١) **القروض التجارية :** يمكن توفير التمويل اللازم لشراء الأصول (الديون) التى يتم توريقها باللجوء إلى القروض التجارية ، مع مراعاة تزامن جدول السداد الخاص بالديون محل التوريق مع التزامات الدفع للمقرضين .

(٢) **إصدار سندات دين :** تقوم

الشركة - فى هذه الحالة - بإصدار سندات بقيمة تعادل قيمة الديون موضوع التوريق ، استناداً على ما يتوافر لهذه الديون من ضمانات ، وبحيث تستخدم حصيلة الاكتتاب فى هذه السندات فى شراء تلك الديون ، ويراعى أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها ، وأن تكفى لسدادها عند حلول آجال استحقاقها.

أساليب التوريق .

تقوم صفقات التوريق بالضرورة على أطر أو جوانب قانونية تؤخذ بعين الاعتبار لضمان إنجاز الصفقة بالشكل الصحيح إذ يتعين التعرف على الأساليب القانونية للتوريق التى تبنتها الممارسة لكفالة حقوق كافة أطراف عملية التوريق .

ويتم التوريق بأحد الأساليب الثلاثة الآتية :

١ - استبدال الدَّين :

إن تحقيق عملية التوريق من خلال هذا الأسلوب يسمح باستبدال الحقوق والالتزامات الأصلية بأخرى جديدة ، غير أنه يقتضى الحصول على موافقة جميع الأطراف ذات الصلة بالقرض على إمكانية تحويله كلياً أو جزئياً - إلى ورقة مالية .

٢ - التنازل :

ومؤداه التنازل عن الأصول لصالح الدائنين أو المقترضين، ويشيع استخدام هذا الأسلوب فى توريق الذمم الناشئة عن بيع بعض الأصول أو إيجارها ، ففى عقدى الإيجار والبيع يتم الاستمرار فى دفع الأقساط إلى الممول الأصلى الذى يقوم بدوره إما بتحويلها إلى مشترى الذمم المدينة أو تسديدها ضمن سلسلة من الحوالات متفق عليها عند التعاقد على التوريق وبالمقابل يقوم باسترداد المبلغ من المؤجرين .

٣ - المشاركة الجزئية : -

يتضمن هذا الأسلوب بيع الذمم المدينة من قبل الدائن الأصلى إلى مصرف متخصص بشراء الذمم وتمويلها ، ولا يتحمل بائع الدين بعدها أى مسئولية فيما لو عجز المدين عن التسديد، لذلك يجب على مشترى الدين التأكد من أهلية المدين وجدارته الائتمانية ويلاحظ أن هناك طرقا عديدة لحماية هذا المشترى تتراوح بين حصوله على ضمانة عقارية وحقوق إدارة الدين كوصى عليها .

كيف تتم عملية التوريق .

الهدف من التوريق هو ربط الديون الأصلية بالأوراق المالية مباشرة من خلال تجميع الديون فى شكل محفظة ، وحواله المحفظة ، ثم إصدار أوراق مالية مقابل تلك المحفظة مضمونة بضماناتها (الضمانات المتعلقة بالأصول) .

وقد أوجب قانون التمويل العقارى ضرورة وجود ضمان من البنوك على الأوراق المالية المصدرة فى شكل السندات التى يتم إنشاؤها بديلاً عن الديون .

لذلك يستوجب توريق الحقوق

المالية تجميع حزمة من القروض أو الديون المتمثلة أو المتشابهة ذات التدفقات النقدية المستمرة فى المستقبل ، والمضمونة بأصول محددة ، وإصدار أوراق مالية مضمونة بتلك الأصول ، بمعنى قيام المؤسسات المعنية بطرح أوراق مالية مقابل مجموعة من الديون المدرة للدخل التى لديها ، كالديون بضمان رهونات (العقارات . الآلات . ... إلخ) . وعند قيام المقترضين (أو المدينين) بسداد هذه الديون مع فوائدها ، فإن حاملى الأوراق المالية يستفيدون بهذه التدفقات النقدية .

وتلجأ بعض شركات الإقراض العقارى إلى بيع مجمع من قروض الرهونات العقارية لشركة توريق ، والتى تقوم بمسك هذه القروض وتمويلها عن طريق إصدار سندات As-set Backed Securities مطابقة لاستحقاقات القروض حيث تمكنها حصيلة السندات من شراء هذه القروض من المنشئ Originator ، وهذه القروض تكون مضمونة بالرهونات العقارية وعلى ذلك ، فإن التوريق أو التسنيد يعنى تكوين مجمعات متجانسة Pools من القروض العقارية ، ثم إعادة تحويلها إلى المستثمرين عن طريق إصدار أوراق مالية عادة ما تكون فى شكل سندات ذات عائد دورى ثابت ، ويحصل المستثمر حامل السند على الفوائد الدورية بالإضافة إلى أصل مبلغ السند ، ولهذا يجب مراعاة أن تتوافق تواريخ استحقاق السندات وعوائدها مع تواريخ استحقاق أقساط الديون وفوائدها وهكذا يتم خلق ما يسمى بالسوق الثانوى للرهن العقارى أو سوق السندات ، التى يمكن أن يمثل جانب الطلب فيه صناديق التأمينات والمعاشات وصناديق الاستثمار ، والمؤسسات المالية والاستثمارية ، وشركات التأمين والأفراد المستثمرين فى شراء السندات والذين يبحثون عن عوائد ثابتة .

وهكذا تتمكن البنوك أو شركات الإقراض العقارى من الاستفادة من الأموال الناتجة عن بيع الأوراق المالية بالبورصة ، حيث يتم إعادة توظيفها بمنح قروض جديدة أو توظيفات أخرى مشابهة .

<u>دوافع عمليات التوريق :</u>

لعل السبب الرئيسى الذى يدفع المؤسسات المالية للالتجاء لعمليات التوريق يتمثل فى التحرر من قيود الميزانية العمومية حيث تقضى القواعد المحاسبية والمالية مراعاة مبدأ كفاية رأس المال ، وتدبير مخصصات لمقابلة الديون المشكوك فيها وهو ما يعرقل أنشطة التمويل بشكل عام ، ويبطئ بالضرورة من دورة رأس المال ، ويقلل بالتبعية من ربحية البنك .

والتوريق فى هذه الحالة يعد بديلاً مناسباً حيث يسمح بتدوير جزء من الأصول السائلة Recycle Cash الناجمة عن توريق أصوله غير السائلة الضامنة لديونه لدى الغير دون أن يحتم ذلك زيادة فى الجزء المخصص للمخاطر فى ميزانية البنك ، أى دون

الحاجة لمخصصات مناظرة فى الميزانية العمومية .

إلى جانب هذا، أو بالتوازى معه ، ثمة مجموعة من الدوافع والأهداف لعمليات التوريق فى مقدمتها ما يلى :

١ـ رفع كفاءة الدورة المالية والإنتاجية ومعدل دورانها ، عن طريق تحويل الأصول غير السائلة إلى أصول سائلة لإعادة توظيفها مرة أخرى ، مما يساعد على توسيع حجم الأعمال للمنشآت بدون الحاجة إلى زيادة حقوق الملكية .

٢ ـ تسهيل تدفق التمويل لعمليات الائتمان بضمان الرهون العقارية ، وبشروط وأسعار أفضل وفترات سداد أطول .

٣ ـ تقليل مخاطر الائتمان للأصول ، من خلال توزيع المخاطر المالية على قاعدة عريضة من القطاعات المختلفة .

٤ ـ انحسار احتمالات تعرض المستثمرين للأخطار المالية ، وإنعاش سوق الديون الراكدة.

٥ ـ تخفيف وطأة المديونية ، مما يساعد فى تحقيق معدلات أعلى لكفاية رأس المال .

٦ ـ تنشيط السوق الأولية فى بعض القطاعات الاقتصادية مثل العقارات والسيارات .

٧ ـ تنشيط سوق المال من خلال تعبئة مصادر تمويل جديدة ، وتنويع المعروض فيها من منتجات مالية ، وتنشيط سوق تداول السندات .

٨ ـ التوريق أداة تساعد على الشفافية ، وتحسين بنية المعلومات فى السوق ، لأنه يتطلب العديد من الإجراءات ، ودخول العديد من المؤسسات فى عملية الإقراض ، مما يوفر المزيد من المعلومات فى السوق .

٩ ـ توفير العملات الأجنبية فى حالة التوريق عبر الحدود، فيما لو أمكن التعامل مع إحدى المؤسسات المهتمة بتحويلات العاملين فى الخارج، أو بطاقات الائتمان وغيرها.

تكلفة التوريق .

إن إنجاح أسلوب التوريق لا يمكن أن يأتى بدون تكلفة أو بدون مخاطر ، إنما هناك تكلفة تتمثل فى تكلفة تمويل الديون والقروض المصدرة ، والمصروفات الإدارية المصاحبة لإنشاء الدين ، بالإضافة إلى تكاليف تحسين الجدارة الائتمانية ، ودفع أجور القائمين بعملية التوريق، وتكاليف الاستشارات المحاسبية والقانونية ، والتكاليف الخاصة بمؤسسات التصنيف ، وتكلفة تغيير وتطوير الأنظمة حتى تتناسب مع نظام التوريق .

ومن ناحية أخرى ، لا يخلو نظام التوريق من مخاطر تصاحبه مثل مخاطر الائتمان، ومخاطر الضمان ، وحالات الإفلاس سواء للمصدر أو للحاصلين على القروض ، ومخاطر السوق ، بالإضافة إلى مخاطر مؤسسية للجهات العاملة فى التوريق ،،ومخاطر تتعلق بإدارة وتشغيل عملية التوريق ، ومخاطر تقلب أسعار الفائدة .

خاتمة :-

تعرضنا فى هذه الدراسة لكافة جوانب عملية التوريق : عناصره - أنواعه - أساليبه ...،

من الضرورى أن نشير إلى أن نجاح عملية التوريق أو (التسنيد) رهن بتوفير الإطار المؤسسى الكفء ، الذى يتضمن الآتى : -

١ - وجود بورصة نشطة فى مجال السندات .

٢ - وجود شركات متخصصة فى تداول السندات لتشجيع الاستثمار وتنشيط السوق .

٣ - توفير منظومة متكاملة من المؤسسات ، والتى منها : شركات التمويل العقارى ، أو الإقراض العقارى ، وشركات مساندة مثل مكاتب الاستعلام عن العملاء . ومؤسسات التصنيف الائتمانى Rating Agencies حيث يلعب التصنيف دوراً بارزاً فى معاملات "التوريق"، لأنه من الصعب تسويق الأوراق المالية المصدرة بدون التصنيف الذى يساعد على تمكين المستثمرين من قياس مخاطر الأوراق المالية بدقة ، فضلاً عن شركات تقييم الأصول ، وشركات التأمين .

المبحث الثانى
الوضع الحالى للتوريق فى مصر

ظهرت أهمية عملية التوريق فى مصر عند إصدار قانون التمويل العقارى فى ظل مشاكل الركود فى قطاع العقارات وأزمة السيولة فى القطاع المصرفى وعدم مقدرة محدودى الدخل وغيرهم على امتلاك عقارات بطريقة الدفعة الواحدة وجدير بالذكر أنه فى مرحلة إعداد قانون التمويل العقارى ظهرت الضرورة الملحة لاعتماد عمليات التوريق فى سوق المال المصرية من أجل تفعيل هذا القانون ، بالإضافة إلى الاستفادة من نظام التوريق ذاته فى السوق المالية المصرية والسماح للديون المستقبلية غير العقارية أيضاً لأن تورق مثل العقود البترولية وبطاقات الائتمان والديون غير المنتظمة .. إلخ .

وفى هذا الصدد فإن هذا الفصل يشرح الوضع الحالى المصرى تجاه نشاط التوريق وكيفية تنفيذه بالأسلوب الأمثل .

أولاً : الوضع الحالى:

أ) القوانين المنظمة لعملية التوريق .

قانون التوريق العقارى المصرى : يعتبر توريق عقود التمويل العقارى أمرا هاماً لهذا النوع من التمويل نظراً لما تتيحه هذه الآلية من زيادة فى معدل السيولة وبالتالى رفع معدلات الإقراض للعقارات ، ومن جانب آخر فإن القانون له مردود إيجابى من حيث عدم السماح لأصحاب العقارات وغيرهم بالمغالاة فى أسعار هذه العقارات خاصة بعد اشراك خبراء مثمنين لتحديد قيمة هذه العقارات فى صياغة بنود العقد المبرم بين المستثمر والبنك من ناحية وبائع العقار من ناحية أخرى .

وبالإضافة إلى شركات التمويل العقارى فقد أشار قانون التمويل العقارى رقم

١٤٨ لسنة ٢٠٠١ ولائحته التنفيذية إلى الكيانات التى سوف تسهم فى تفعيل قانون التمويل العقارى وأهمها هيئة التمويل العقارى والمتخصصين فى تقييم العقارات وشركات التوريق ، وقد أوردت المادة ١١ من قانون التمويل العقارى والمواد رقم ١٤ و ١٥ من اللائحة التنفيذية لقانون التمويل العقارى الضوابط اللازمة (انظر مرفق «ج») لانتقال الحقوق الناشئة عن انفاق التمويل . علاوة على ذلك فقد ألزم القانون الممول بتحصيل الأقساط Servicing التى يتم تحويلها لشركة التوريق بصفته نائباً عنها مقابل عمولة يتفق عليها .

قانون سوق رأس المال والتوريق: كما صدر قرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية ٦٩٧ لسنة ٢٠٠١ بإضافة نشاط التوريق (توريق الحقوق المحولة) إلى أنشطة الشركات العامة فى مجال الأوراق المالية طبقاً للقانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ .

والجدير بالذكر أنه بعد إصدار قانون التمويل العقارى الذى لم يتطرق لعملية التوريق بالطريقة الأمثل حيث إنها تسمح بحق الرجوع إلى المنشئ right of recourse وبالتالى عدم قدرة المنشئ على تحويل هذه المستحقات خارج الميزانية كاملاً ولكن تظل على الميزانية فى صورة التزام مشروط contingent liability من هنا تم التفكير فى إدخال باب جديد فى قانون سوق رأس المال ليتطرق لنشاط التوريق بأسلوب أكثر شمولية أى ينطبق ليس فقط على الأصول العقارية ولكن أية أصول أو مستحقات مستقبلية أخرى قابلة للتوريق وتتم بالطرق المثلى خاصة من ناحية البيع الحقيقى للمستحقات من المنشئ إلى شركات التوريق مع حماية جميع أطراف العملية .

كما أشار رئيس هيئة التمويل العقارى " أن المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية تعتبر ملكاً لحملة السندات ولا تدخل فى الذمة المالية لشركة التوزيق " ويكون دور أمين الحفظ هو الاحتفاظ بكل الحقوق المحولة (محافظ التوريق المتناسقة). وأن كل الإصدارات ستكون مسجلة فى البورصة المصرية بالإضافة إلى ذلك سيتم إلغاء ضريبة الدمغة من كل مراحل تطبيق نشاط التوريق .

ب) الجهات الرقابية لعملية التوريق فى مصر :

الهيئة العامة لسوق المال :

يتلخص دور الهيئة فى تفعيل نشاط التوريق فى التنظيم والتوعية والتوجيه والمتابعة والتفتيش على العاملين فى هذا النظام ، بالإضافة إلى ذلك تقوم الهيئة بتوفير الحماية للمستثمرين فى السندات المورقة من التعرض لمخاطر إفلاس شركات التوريق حيث تكون المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية ملكاً لحملة السندات ولا تدخل فى الذمة المالية لشركة التوريق . من ناحية أخرى تقوم الهيئة بتنظيم نشرات الاكتتاب فى السندات .

اقترحت هيئة سوق المال

المصرية ألا يقل تصنيف الأوراق المالية الناتجة عن نشاط التوريق عن التقييم السيادى للدولة فى وقت إصدار الأوراق المالية وفى نفس الوقت يكون تصنيفها تصنيفاً استثمارياً Investment Grade .

البنك المركزى المصرى :

قرر البنك المركزى عدم التدخل فى وضع حد أقصى لدخول البنك فى منح ائتمانات للقطاع العقارى حيث كان من قبل محدداً عند حد أقصى ٥٪ من إجمالى القروض . والجدير بالذكر أن البنك المركزى يطلب من البنوك التى يشرف عليها أن تقدم تقاريراً ربع سنوى توضح حالة ميزانياتها ، وأن يكون توزيعها للائتمان فى الحدود الآمنة بحسب ما تحدده مجالس إدارات تلك البنوك وبحيث لا يتم تركيز معظم الائتمانات الممنوحة فى قطاعات معينة .

وعلى الرغم من أن موعد تطبيق اتفاقية بازل ٢ الجديدة قد تغيرمن ٢٠٠٤ إلى ٢٠٠٦ فقد طلب البنك المركزى المصرى من جميع البنوك تعديل مواقفها قبل نهاية عام ٢٠٠٢ حيث يتوجب على البنوك رفع نسبة كفاية رأس المال من ٨ ٪ إلى ١٠ ٪ . وتجد البنوك نفسها أمام خيارين إما أن تقوم بتعديل مواقفها أو الاندماج ، وقد قامت بعض البنوك بالفعل بتعديل مواقفها ومنها بنك تنمية الصادرات .

ج) الأطراف الرئيسية فى عملية التوريق فى مصر :

هناك اختلافات قليلة ما بين الأطراف المذكورة فى الفصل الأول وهذا الجزء ، حيث إن الفصل الأول يفترض وجود قانون أمناء الحفاظ Trustee بالمفهوم الانجلوساكسونى والذى يمارس فى دول مثل الولايات المتحدة الأمريكية مثلاً ، أما هنا فأمين الحفظ والوصى كيانان يجتمعات ليقومان بنفس الدور الذى يحمله أمين الحفظ فى الخارج .

يجب أن تتم عملية إصدار السندات المورقة فى مصر فى مقابل حوالة محفظة الحقوق الآجلة وأن يكون سداد هذه السندات من حصيلة تلك المحفظة وليس من حوالة الذمة المالية لشركة التوريق وتخرج من الذمة المالية لشركة التوريق بحيث تنأى عن إجراءات الإفلاس التى يمكن أن تتخذ فى مواجهة شركة التوريق أو الدائن الأصلى الذى أحال حقوقه . وتودع المستندات المثبتة للحقوق والأموال لدى أمين الحفظ .

أ ـ المنشئ :

قد يكون بنكاً أو شركة تمويل متخصصة ، وفى حالة دخول المنشئ فى عملية التوريق سيكون هو أيضاً المسئول الرئيسى عن تحصيل الالتزامات الدورية التى ستدفع لشركة التوريق .

ب ـ شركات التوريق وأمناء الحفظ Trustee والوصى Custodian

فى ظل النظام التشريعى المصرى سيتم نظام التوريق من خلال شركات التوريق التى ستعين أمين محفظة

لإدارة المحفظة ومعها يكون هناك وصى على هذه المحفظة حيث يقوم باستلام المحفظة نيابة عن المستثمر فى سوق المال حتى يتم دفع الالتزامات إلى حاملى الورقة المالية ABSs .

تتخذ شركات التوريق شكل الشركة المساهمة ويجب أن ينحصر غرضها فى ممارسة نشاط التوريق وتتحدد ملاءتها المالية وفقاً للقواعد الصادرة عن هيئة سوق المال . وتلتزم شركات التوريق بأن تحفظ لدى أمين حفظ المستندات الخاصة بالحقوق التى تم حوالتها والضمانات المرتبطة بها وفقاً لأحكام قانون الإبداع والقيد المركزى للأوراق المالية الصادر بالقانون رقم ٩٣ لسنة ٢٠٠٠ حرصاً على مصطلح حملة السندات مع ملاحظة أن نشاط أمين الحفظ منظم بموجب قانون الإيداع والقيد المركزى للأوراق المالية فى مصر . فى حين يقوم الوصى بتخصيص التدفق النقدى وضماناته لصالح حملة السندات .

يقوم البنك (المنشئ) بتحصيل الأقساط بصفة دورية - شهرية وبصفته وكيلاً للتحصيل ولحساب شركة التوريق وتودع الحصيلة فى حساب خاص ويتم استثمارها بمعرفة أمين الحفظ بناء على تعليمات شركة التوريق فى استثمارات محددة المخاطر حتى يحين موعد سداد السندات أو أقساطها ويسمح باستثمار الأموال فى أذون وسندات خزانة وودائع البنوك المسجلة لدى البنك المركزى .

ج - وكالات التصنيف الائتمانى .

وتستمر وكالات التصنيف الائتمانى فى متابعة الجدارة الائتمانية للسندات طوال مدة السندات ونشر التصنيف .

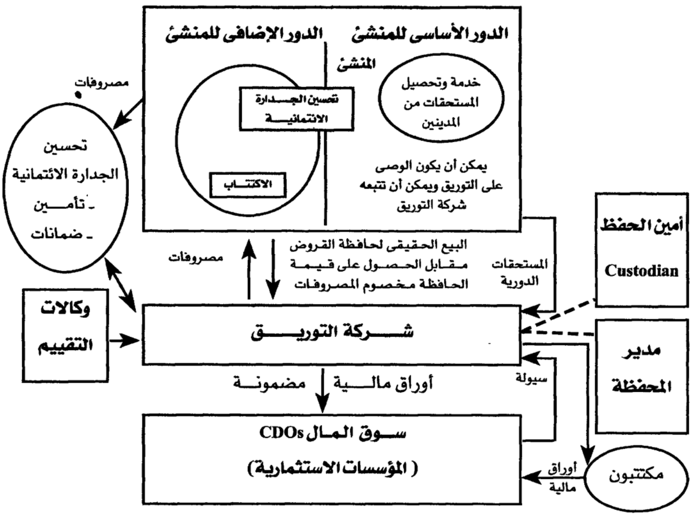
د - ضامنو الاكتتاب .

الجدير بالذكر أن من المهام الرئيسية لمروجو الاكتتاب un-derwriters هو إصدار نشرة الاكتتاب prospectus لنشرها فى البورصة وتوزيعها على المؤسسات الاستثمارية التى ستقوم بشراء الإصدارات ABSs من ناحية أخرى يقوم أمناء الحفظ بحفظ المبالغ والمستندات والأوراق المالية والتجارية ، واستثمار تلك المبالغ بناء على أوامر شركة التوريق .

د - سوق المال المصرية .

تعتبر إدارة الدين بوزارة المالية هى المسئول الرئيسى عن إدارة الدين من خلال استخدام قنوات حديثة وغير تقليدية مثل إصدار أوراق مالية ذات آجال مختلفة وأسعار فائدة تحدد طبقاً لآليات السوق وليس فقط لتمويل عجز الموازنة ولكن أيضاً لأنها تؤدى إلى تنمية وتعميق سوق الدين المحلى وتكوين منحنى عائد لهيكل أسعار الفائدة والذى يعد بمثابة أساس مرجعى لإصدارات القطاع الخاص لأوراق مالية - خاصة ذات الآجال الطويلة (سندات) .

وفيما يلى رسم بيانى لتوضيح عملية التوريق فى مصر :-



وترجع حالة الركود التى يعانى منها سوق السندات فى مصر إلى عدم وجود معيار مرجعى أساسى Benchmark للعائد بالرغم من إصدار الدولة لسندات خزانة (حد أقصى عشر سنوات ـ إصدار أول مارس ١٩٩٩ يستحق فى مارس ٢٠٠٩ وبعائد حتى الاستحقاق يساوى ٩,٤٪) على مستوى ضئيل إلا أن العائد لا يعبر عن تكلفة التمويل المتغير Variable cost of credit وما زالت سوق السندات تمثل جزءاً من سوق الأسهم فى مصر ولم تنفصل بعد ، وما زالت السندات الحكومية تهيمن على سوق السندات فى مصر ، وقد ارتفعت نسبة السندات فى مصر خلال العامين الماضيين بفضل القرارات التى اتخذها البنك المركزى لتحرير جزء من أرصدة البنوك المحتجزة كنسبة من السيولة والتى تمت إعادة توظيفها فى تداول السندات ، وقد وصلت نسبة قيمة تداول السندات إلى ٥٥٪ من إجمالى التداول فى البورصة المصرية فى عام ٢٠٠٢ ،وانخفضت النسبة خلال الربع الأول من عام ٢٠٠٣ بسبب أثر تحرير سعر الصرف على انتعاش سوق الأسهم المصرية لتنخفض نسبة السندات إلى ٣٩٪ من إجمالى التداول والجدير بالذكر أن تلك النسبة هى طفرة فى تداول السندات حيث بلغت النسبة نحو ٧٪ فقط فى عام ٢٠٠٠ ومن الممكن استخدام التوريق

لإنعــاش ســوق السندات والمضى قدماً فى فصله عن سوق الأسهم فى مصر .
ومن ناحيــة أخــرى ، فــإن التطورات الحديثة فى سوق المال المصرية ومن ضمنها بناء الهيكل المؤسسى المتكامل من حــيث الأطر القــانونيــة والتنظيمية وقواعد الإفطاح والشـفافـيـة بجانب تطبيق المبادئ الدولية مـثل FATF والمعايير المحاسبية الدولية International Accounting Standards IAS وقواعد -IOS CO ومبادئ حوكمة الشركات كلهـا عـوامل ترتبط بالمناخ الملائم واللازم لتطبيق عملية التوريق ولكن من ناحية أخرى فـإن عـدم وجـود سـوق قـوى للسندات يظل عائقاً أمام هذا النظام . وبالتالى هناك خطة نحـو تفـعـيل سـوق السندات الحكومـيــة وســوق سندات القطاع الخـــاص . ومن هـذا المنطلق جـارى تحـديث نظام المتعاملين .

المبحث الثالث

تجارب الدول فى تطبيق عمليات التوريــق

(أ) نشـــاط التــوريق فى كوريـــا :

قبيل الأزمـة الأسـيوية فى عـام ١٩٩٧ كـانت هناك بعض المناقــشـــات فى كــوريا عن التوريق ولكن النشـاط الفعلى قد بدأ ينمـو فى السوق أثناء عام ١٩٩٩ ، حيث كانت إحدى أكبر صفقات التوريق قد تمت فى ديسـمـبـر ١٩٩٨ بواسطة بنك أكسـيم EXIM الكورى فقد اشترك البنك فى تمويل العـمليــات التـجــارية / الاسـتـثـمـارية الخــارجـيــة للشــركــات الكورية وبذلك أصبـحت لديه مـسـتـحـقـات مستقبلية بالعملة الأجنبية .

وقـام البنك بتـوريق مــا قـيـمـتـه ٢٦٥ مليـون دولار من هذه المستحقات المستقبلية وقـــد كــــان تصنيف هـذه السندات (AAA) ثم كـــانت مـــبــادرة الحكومـــة الكورية بإنشـاء أول كيـان مـتـخـصـص فى التـمويل العقـارى ألا وهو شـركة الرهن العقـارى الكورية Korea Mortgage Corp) KOMOCO) على غرار شـركة فانى مـاى وذلك فى سـبـتـمـبـر ١٩٩٩ بمساعدة هيئة التمويل الدولية (IFC) بالإضـافـة إلى عـدد من المسـاهمين المحليين منهم بنك كـوكـمـين ، ووزارة التعمـيـر والمواصلات وشـركة سـامـسـونج للتـأمين ، كـمـا أشــارت إحــدى الشــركــات التـابعـة لمؤسسـة مـيـريل لينش بحـصــة وصلت إلى ٨,٨٩ ٪ من رأسمال هذه الشركة .

الجدير بالذكر أن مؤسسة مـيـريل لينش لعبت دوراً هـامـاً فى تقـديم المشــورة الفنيــة لشركة الرهن العقـارى الكورية من حــيث المســاعــدة فى العمليات التى تتعلق بنشـاط الشــركـــة ، وتكنـولـوجـيـــا المعلومــات بالإضــافــة إلى المسـاعـدة فى تنمـيـة أسـواق المال الكورية .

هـذا وقـد كـان من أحـد الأسـبـاب الرئيـسـيـة لبطء حــركـة نشـاط التـوريق فى كـوريا هو عـدم وجـود اللوائح والقـــوانين التى تنظم هـذا النشـاط ، مما دعـا الحكومـة الكورية إلى إصـدار قــانون خــــاص بالأوراق الماليــــة المضـمـونة بالأصـول فى عـام ١٩٩٨ والذى كان يحكم نشاط التــوريق الخـاص بالمؤسـسـة المالية الحكوميـة والخـاصة مثل مصـرف التنمية الكورى بنك أكسيم الكورى ، المصـرف الصناعى الكورى بالإضـافـة

إلى البنوك التجارية وشركات التأمين .

من ناحية أخرى تم إعطاء لجنة الإشراف المالية الكورية دوراً إضافياً ، تقوم فيه بمراقبة نشاط التوريق فى كوريا حيث تحتفظ بسلطة السماح أو الرفض لتسجيل شركات التوريق والموافقة على عمليات التوريق أو التعديلات على الإصدارات .

وقد كان لهذا القانون أثر جيد على السوق الكورية حيث قام بنك أيه بى ان أمرو (ABN Amro Bank) فى أكتوبر ٢٠٠١ بتنفيذ صفقة خاصة ببنك هاتفيت (Hanvit Bank) حيث قام بتوريق بعض القروض الممنوحة من البنك إلى عملائه وقد بلغت قيمة تلك القروض ٢١٦ مليون دولار أمريكى وقد تم إصدار ثلاث شرائح بتصنيف (AA) وكان المستثمرون الرئيسيون فى هذه الإصدارات هم صناديق المعاشات وشركات الاستثمار وشركات التأمين على الحياة .

وقد تبع تلك الصفقة إتفاقية أخرى قام بتنفيذها بنك مورجان ستانلى (Morgan Stanly Bank) شملت توريق مجموعة من القروض التى قامت بشرائها من شركة الرهن الكورية والتى اعتبرت أول صفقة توريق لقروض تجارية غير منتظمة NPLs فى كوريا وقد كان تصنيفها الائتمانى (AAA) .

وفى عام ٢٠٠٣ أعلنت مؤسسة التمويل الدولية (IFC) عن استثمار قدره ٤١,٧ مليون دولار فى أوراق مالية مضمونة بأصول ABSs أصدرتها شركة التمويل العقارية الكورية (KOMOCO) .

ويعتبر هذا الاستثمار جزءا من خطة واسعة النطاق تنفذها هيئة التمويل الدولية لتنمية وتحديث نشاط التمويل العقارى فى الأسواق الناشئة عن طريق أخذ المبادرة فى هذه النوعية من الاستثمارات بطريقة تشجع المستثمرين على الدخول فى نشاطات التمويل العقارى من ناحية والتوريق من ناحية أخرى ويأتى هذا الاستثمار بعد استثمار أخر ناجح فى إصدار مماثل عام ٢٠٠١ ويتكون هذا الإصدار الجديد من عدة شرائح تصل فى مجموعها إلى ٢٤٥ مليون دولار بمدد تتراوح من ستة أشهر إلى ١٢ عاماً ، كل شريحة مضمونة بأصول عقارية موجودة فى كوريا . ويعتبر هذا الإصدار هو الإصدار الثامن لهيئة التمويل الكورية منذ مايو ٢٠٠٠ وتبلغ حجم هذه الإصدارات مجتمعة ما قيمته ٢,٣ مليار دولار وهى مسجلة فى البورصات الكورية .

(ب) التوريق فى تشيلى :

قامت الحكومة فى تشيلى بمجهودات ضخمة منذ فترة مبكرة لإرساء قواعد تنظيم نشاط التوريق فى البلاد ، ففى ذلك الوقت كان عدد عمليات التوريق قليلا جداً مع وجود عدد محدود من شركات التوريق "securitizadoras" حيث بلغ عدد العمليات عامى ١٩٩٦ ، ١٩٩٧ عمليتين فقط قامت بهما شركة Tranza .

وفى عام ١٩٩٤ قامت الحكومة التشيلية بإصدار قانون للأوراق المالية وهو يتضمن جزءاً خاصاً بعملية التوريق ، وينص القانون على

طرق تكوين شركات التوريق والتى تسمى Securitizadora وهى منشآت ذات طبيعة خاصة وفى نفس الوقت تخضع لنفس المتطلبات والقوانين التى تخضع لها الشركات العامة .

كما تخضع هذه الشركات لإشراف هيئة الرقابة على التأمين وأسواق المال وتبين المادة (١٣٥) من القانون أن الغرض الوحيد المسموح به لشركة التوريق هو شراء الديون من المولين الأوليين ومقابلها يتم إصدار سندات سواء طويلة أو قصيرة الأجل، كما قام القانون بتحديد أنواع الديون التى يمكن لشركات التوريق شراءها وتوريقها ألا وهى أوراق الرهن العقارى والاعتمادات المستندية . كما نص القانون على أن محفظة القروض التى يتم توريقها يجب أن يتم تصنيفها من وكالتين للتصنيف الائتمانى قبل السماح بإصدار سندات مقابلها .

وتضمن القانون بعض المتطلبات لضمان عدم تعرض عملية التوريق لخطر الإفلاس سواء إفلاس المولين الأوليين أو إفلاس شركة التوريق نفسها .

وقامت الحكومة بمبادرة أخرى وهى إنشاء نظام تأجير العقارات التى من المتوقع أن يساعد العائلات ذات المدخرات المحدودة فى العثور على مسكن كما قامت الحكومة بتوسيع نطاق الدعم ليشمل المساكن القائمة بالفعل.

ومن المنتظر أن تبلغ تكلفة إنشاء هذا النظام حوالى ٦٠٠ مليون دولار وقد أبدى عدد من البنوك اهتمامه بشراء أوراق الرهن العقارى الخاصة بهذا المشروع وتوريقها .

وفى عام ٢٠٠٣ قامت مؤسسة التمويل الدولية بالموافقة لأول مرة على ضمان جزئى لإصدار سندات محلية فى تشيلى ، ومن المنتظر أن يساعد هذا الضمان الممنوح من المؤسسة والذى يبلغ قيمته ٢٢ مليون دولار على تحسين الجدارة الائتمانية لهذا الإصدار الذى تقوم به واحدة من أعرق الجامعات الخاصة فى تشيلى Universided Diego Portales ويعتبر هذا الإصدار هو أول توريق لتدفقات نقدية مستقبلية فى تشيلى وأول جامعة تقوم بهذا النوع من التوريق فى أمريكا الجنوبية .

ويعتبر هذا الإجراء من المؤسسة جزءً من خطة واسعة المدى لتنمية أسواق المال وتوفير سيولة بالعملة المحلية للمؤسسات التعليمية ، وقد تم تقييم هذا الإصدار الذى تبلغ مدته ٨ سنوات بدرجة (-AA) بواسطة الشركات المحلية التابعة لكل من وكالة موديز وS & P .

وقام قسم التمويل بشركة Ernest & Young بتصميم هذا الإصدار الذى تم الاعتماد فيه على النفقات التعليمية التى من المنتظر الحصول عليها كأصل ضامن ، وتم تصميم هذا الإصدار بطريقة تجذب المؤسسات الاستثمارية الموجودة فى تشيلى مثل صناديق المعاشات ، شركات التأمين وغيرها .

هذا ومن الجدير بالذكر أن استثمارات مؤسسة التمويل الدولية حالياً تقدر بمبلغ ١,٢ مليار دولار وذلك منذ تأسيسها عام ١٩٥٦ .

أسواق رأس المال ووسائل تفعيلها

دكتور/ سمير سعد مرقس

● محاسب قانونى ومستشار ضريبى

● أستاذ المحاسبة والضرائب بالجامعة الأمريكية

● أستاذ التشريعات المالية والمصرفية بالأكاديمية العربية للعلوم المالية والمصرفية

■ **المقدمة :**

● إن التطور الذى لحق بالاقتصاد العالمى والمحلى أدى إلى ظهور الكيانات الإنتاجية والتجارية ذات الأحجام الكبيرة من حيث رؤوس الأموال والإنتاجيات وانتشارفروع تلك الكيانات الجغرافية فى ظل العولمة .

● كذا أدت الحاجة لتشييد تلك الكيانات إلى ظهور الأشكال القانونية الجديدة لتأسيس تلك الكيانات فى شكل شركات الأموال وخاصة الشركات المساهمة وذلك بغرض زيادة عدد المساهمين للعمل على توفير مصادر للتمويل تتناسب مع حجم التكاليف الاستثمارية الكبيرة التى تتطلبها تلك الكيانات .

● ونتيجة لهذا التطور فى نمو حجم المؤسسات الاقتصادية فقد تطورت المنشآت الحكومية التى تقدم الخدمات الاقتصادية والاجتماعية وخدمات وسلع وصناعات البنية الأساسية والمشاريع الحكومية العملاقة الأمر الذى أدى إلى حاجة الحكومة لتوفير مصادر لتمويل التكاليف الاستثمارية لتلك المؤسسات .

● ومن كل ما سبق فقد أدت الحاجة لمصادر التمويل إلى استخدام وسائل التمويل المتمثلة فى الأسهم والسندات كوسيلة مناسبة للتمويل .

● الأمر الذى أدى إلى وجود سوق رأس المال يتم تداول الأسهم والسندات به .

● هذا فضلاً عما حدث من تطور فى صناعة الاستثمار فى الأوراق المالية والذى أدى إلى استحداث العديد من الأدوات المالية الجديدة والتى من أبرزها ما يعرف بالأدوات المالية المشتقة أو المشتقات المالية "Financial Derivatives".

وقد نشأت هذه المشتقات كأداة لإدارة المخاطر وتطور استخدامها بحيث أصبحت الآن بجانب كونها أدوات لإدارة المخاطر ، ومن أهم أدوات الاستثمار.

● ومن هنا جاءت أهمية أسواق رأس المال فى عملية التنمية الاقتصادية نظراً لأن تلك الأسواق تقوم بدور

رئيسى فى تجميع كافة المدخرات بأشكالها المختلفة وأجالها المتباينة وإعادة استثمارها سواء بشكل مباشر أو بشكل غير مباشر بالإضافة إلى أنه من خلال هذا السوق يتم بيع وشراء الأصول المالية من أسهم وسندات وغيرها من الأوراق المالية .

- ونتيجة لما تقدم فقد صدرت قوانين لتنظيم المعاملات فى سوق رأس المال .
- وتقوم الهيئة العامة لسوق رأس المال بالإشراف على سوق رأس المال وقد أنشئت الهيئة بمقتضى القرار الجمهوري رقم ٥٢٠ لسنة ١٩٧٩ وتهدف الهيئة للعمل على تنظيم وتنمية سوق رأس المال ومراقبة حسن قيام هذه السوق .

الفصل الأول :

المكونات الأساسية لسوق رأس المال .

١ - الأسهم .
٢ - السندات .
٣ - صكوك التمويل .
٤ - المشتقات المالية .

١ - الأسهم :

وهى وفق تعريف القانون رقم ٥ لسنة ١٩٩٢ أنه صك فى رأس مال الشركات المساهمة ، وحصة الشركاء غير المتضامنين فى شركات التوصية بالأسهم والسهم يعطى صاحبه الحق فى الحصول على جزء من الأرباح التى تحققها الشركة كما يعطى لصاحبه الحق فى الإدارة و كذا يمكنه الحصول على فائض التصفية عند انتهاء الشركة .

كما نصت المادة على أن يقسم رأسمال الشركة المساهمة وحصة الشركاء غير المتضامنين فى شركات التوصية بالأسهم إلى أسهم متساوية القيمة فى كل إصدار والسهم هو ما يمثل حق ملكية على جزء من أصول الشركة ويتجسد السهم فى وثيقة مادية تحتوى على بيانات محددة ومعينة .

٢ - السندات .

تمثل السندات الجانب الأكبر من الأوراق المالية التى يتم تداولها فى سوق الأوراق المالية حيث تمثل ما نسبته ٨٥ ٪ من إجمالى التداول فى الأسواق العالمية وتقوم الشركات (المساهمة والتوصية بالأسهم) بإصدار السندات لتوفير مصادر للتمويل فى حالة رغبتها فى التوسع حيث تلجأ الشركة للاقتراض من الجمهور عن طريق قيامها بإصدارسندات تطرح للاكتتاب العام ، وتعطى هذه السندات عوائد دورية ثابتة ويعتبر المكتتب فى هذه السندات دائناً للشركة بمقدار ما اكتتب فيها من سندات .

ويعرف السند بأنه صك مديونية طويل الأجل بفائدة سنوية محددة .

٣ - صكوك التمويل .

صكوك التمويل مثلها مثل "السندات" تصدر فى شكلها شهادات اسمية وقد تصدر لحاملها ، وتكون تلك الصكوك قابلة للتداول فى بورصة الأوراق المالية .

فهى عبارة عن ورقة مستحدثة يجوز لشركات المساهمة وشركات التوصية

بالأسهم إصدارها لمواجهة احتياجاتها التمويلية أو لتمويل نشاط أو عملية بذاتها وهى كذلك نوع من أنواع السندات تدر عائد متغيرا لا يجاوز ما يحدده البنك المركزى بالاتفاق مع الهيئة العامة لسوق المال .

٤ ـ المشتقات المالية .

والمقصود بالمشتقات المالية هى تلك الأدوات المالية التى تشتق من الأدوات المالية الأساسية التى سبق إصدارها وتم تداولها فى الأسواق الحاضرة ، وتكون نتيجة هذه المستقات نشوء حقوق أو التزامات تؤدى إلى تحويل المخاطر المرتبطة بالأدوات المالية الأساسية دون أن تمتد عملية التبادل للأداة المالية الأساسية التى نتجت عنها هذه المخاطر وفيما يلى أثر أنواع المشتقات المالية شيوعاً.

- العقود الآجلة **Forward Contracts**
- العقود المستقبلية **Future Contracts**
- عقود المبادلة **Swaps**
- عقود الاختيار **Options**

الفصل الثانى :

مكونات سوق رأس المال.

١ ـ أسواق رأس المال وتنقسم إلى :

(أ) أسواق حاضرة وفورية وتنقسم بدورها إلى : ـ

- الأسواق المنظمة "البورصات"
- الأسواق غير المنظمة .
- الأسواق الاحتكارية.

(ب) أسواق العقود المستقبلية.

٢ ـ أسواق النقد .

أولاً : الأسواق النقدية :

ويقصد بالأسواق النقدية "السوق المنظم لأدوات الائتمان ذات الأجل القصير "سوق خصم الأوراق المالية وسوق الأموال المقرضة لدى الطلب وفى هذه السوق يتم عرض وطلب رؤوس الأموال الحاضرة والسائلة حيث يوافق صاحب رأس المال على استثمار أمواله فى السوق لمدة قصيرة أو يستخدمها فى ائتمان قصير الأجل فى مقابل الحصول على فائدة من عمليات الخصم والإقراض حيث يقوم البنك بدور أساسى فى هذا الصدد.

ثانياً : الأسواق المالية :

ويقصد بها بورصات الأوراق المالية وهى تلك التى تتداول فيها الأوراق المالية "الأسهم والسندات " التى تصدرها الشركات و الحكومة ويتم التعامل فيها بين مجموعة من السماسرة ومندوبيهم والوسطاء ـ حيث يتم التعامل بالبيع والشراء على هذه الأوراق فى ساعات محدودة ـ وهى تلك الأسواق المنظمة للأسهم والسندات .

وتنقسم سوق رأس المال إلى ما يلى :

أولاً : السوق المنظمة : ـ

وهى السوق التى يتم فيها التعامل طبقاً لقوانين وإجراءات رسمية وتشرف عليها جهات رسمية وحكومية متخصصة ويقتصر التعامل فيها على الأوراق المالية المسجلة فى جداولها ويطلق على الأسواق المنظمة لفظ "البورصة"

ثانياً : الأسواق غير المنظمة : ـ

وهى الأسواق العرفية التى ليس لها نظام رسمى ولا يوجد لها مكان محدد تتم فيه

العمليات التى تجرى على أوراق مالية لا تتوفر فيها الشروط المطلوبة للقيد فى الجداول الرسمية للسوق المنظمة ولذا يطلق عليها سوق غير رسمية أو خارج المقصورة.

وهناك تقسيم آخر من حيث ما يلى :-

١ - أسواق حاضرة أو فورية وهى تلك الأسواق التى تتعامل مع أوراق مالية طويلة الأجل ممثلة فى الأسهم والسندات ويتم تسليمها فور إتمام الصفقة وهى تشمل أسواق رأس المال المنظمة "البورصات" وأسواق رأس المال الغير منظمة وهى التى تتداول فيها الأوراق المالية من خلال بيوت السمسرة والمصارف التجارية ، إلى جانب أسواق أخرى تتمثل فى وزارة الخزانة أو البنك المركزى .

٢ - أسواق العقود المستقبلية "الآجلة فهى أيضاً أسواق تتعامل فى الأسهم والسندات ولكن من خلال عقود واتفاقات يتم تنفيذها فى تاريخ لاحق ويطلق عليها أسواق الاختيار أو أسواق العقود .

أنواع الأسواق :-

السوق الأولية "سوق الإصدار"

السوق الثانوية"سوق التداول"

السوق الموازية أو الغير منظمة .

■ أولاً : السوق الأولية " سوق الإصدار" .

وهى الأسواق التى تنشأ فيها علاقة مباشرة بين مصدر الورقة المالية والمكتتب فيها ، وفى هذه الحالة سوف تتجمع فى هذه الأسواق المدخرات لتحويلها إلى استثمارات جديدة فالسوق الدولية هى التى تباع فيها الإصدارات الجديدة التى تقوم بها شركات الأعمال و الهيئات العامة والأجهزة الحكومية من أجل تمويل استثماراتها .

■ ثانياً : السوق الثانوية "سوق التداول"

وهى الوجه الآخر لسوق الإصدار ذلك أن خلق الأدوات المالية المناسبة وتعددها لا يشكل إلا شرطا واحدا من شروط قيام ونمو السوق المالية المحلية ، ولذا لن يقبل المكتتبون "المدخرون " على المشاركة فى عملية إصدار الأوراق المالية إلا إذا كانت تلك الأوراق قابلة للتداول بحيث يمكن تحويلها إلى نقود سائلة واسترداد قيمتها .

فبعد عملية خلق الأوراق المالية من أسهم وسندات فى السوق الأولية يتم تداول الأوراق بيعا وشراءً فى السوق الثانوية "سوق التداول" من خلال البورصة .

■ ثالثاً : السوق الموازية " غير المنظمة " .

فهى سوق تنشأ لأوراق بعض الشركات التى تفشل فى دخول البورصة ، فنشأ هذه السوق التى تسمى السوق الموازية ، وهى خاصة بالشركات غير المدرجة أو غير المؤهلة للتسعير فى البورصة وهذا النوع من الأسواق يزدهر بشكل خاص فى البلاد ذات الأسواق المتطورة مثل الولايات المتحدة الأمريكية .

الفصل الثالث :
وسائل مقترحة لتفعيل أسواق رأس المال .
دور التجارة الالكترونية فى تفعيل البورصة .

تعد التجارة الالكترونية أحد العناصر المهمة والضرورية فى إدارة نظم العولمة الرقمية لسد الفجوة الرقمية فى الدول النامية وتنمية الموارد البشرية وتحقيق التنمية .

وتحقيقاً لهذا الهدف ، يقترح نظام جديد لإدارة سوق الأوراق المالية بهدف سد الفجوة الرقمية فى مجال التجارة والأعمال الالكترونية وتحقيق التنمية الاقتصادية ، إذ يتيح النظام دراسة وتحليل مؤشرات الأسهم المتداولة بين المستثمرين والشركات وما يتبعها من تنفيذ عمليات حسابية باستخدام وسائل التحليل الأساسية والفنية وعرض رسومات بيانية توضيحية وتوليد تقارير بيانية تعاون المستثمرين فى اتخاذ القرار الأمثل لإجراء عمليات بيع وشراء الأسهم فى أفضل الأوقات بأعلى ربحية وأقل مخاطر .

ويتم إتاحة هذه العمليات من خلال موقع البرنامج على الإنترنت ، إذ تقدم هذه الخدمات الالكترونية لأصحاب المحافظ الاستثمارية من خلال منتجات البنوك المحلية .

وهذا يوفر وسيلة ميسرة للمستثمرين بأسواق الأوراق المالية فى العالم .

ويمكن للمستثمر الدخول على محفظته الاستثمارية من الموقع وإجراء عمليات الاستفسار عن رصيد المحفظة الاستثمارية المالية والتقارير المعينة للعملاء فى اتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى .

كذا يمكن تطوير نظم التجارة الالكترونية فى مجال أسواق الأوراق المالية بحيث تسمح بتنفيذ نظام مطور جديد يجمع عدة مزايا غير متاحة فى النظم السابقة ، بحيث يسمح مجموعة من الحزم البرمجية التى تتلائم مع طبيعة سوق الأوراق المالية والحسابات بالمصارف العربية ومدى ارتباط كل منها بالآخر.

هكذا ويمكن استخدام نظام برامج مكون من مجموعة من الحزم البرمجية المتوافرة بالأسواق بأسعار اقتصادية . ويمكن بسهولة التحقق من وجود استفادة من الإمكانات المتاحة فى الوطن العربى لبناء حزم برمجية واعدة فى مجال التجارة الالكترونية عبر الإنترنت وإدارة أسواق المال بأسعار رخيصة نسبياً بدلاً من استيرادها من الخارج وهذا يساهم بفعالية فى تنمية الموارد البشرية والاقتصادية وتحقيق التنمية المستدامة المنشودة ، تعد ثورة المعلومات والتكنولوجيا وما تحزوه من خطى مسارعة فى التطور والانتشار فى العالم من أهم النقلات فى القرن الواحد والعشرين ، إذ أصبحت التقنية الرقمية فيه القاعدة الأساسية التى تنطلق منها دول العالم فى تعاملاتها ورفع مستواها وتقدمها لمواكبة التتابع الزمنى فى التراسل والتواصل .

ويستخدم تعبير التنمية المستدامة للدلالة على تحسين ظروف المعيشة لجميع سكان العالم دون زيادة استخدام الموارد الطبيعية إلى ما يتجاوز قدرة كوكب الأرض على التحمل .

وحسب ما يراه غالبية العاملين فى مجال أبحاث التنمية المستدامة ، فالجهود الرامية إلى بناء نمط حياة مستدام تتطلب إحداث تكامل بين الإجراءات المتخذة فى عدة مجالات رئيسية منها تحقيق النمو الاقتصادى ، إذ إن النظم الاقتصادية العالمية القائمة حالياً بما بينهما من ترابط تستلزم نهجاً متكاملاً لتهيئة النمو المسؤول الطويل المدى مع ضمان عدم تخلف أية دولة أو مجتمع عن الركب.

وكذلك تحسين قدرة جميع البلدان ، وعلى الأخص البلدان النامية ، وعلى التصدى لتحديات العولمة ، بما فى ذلك زيادة بناء القدرات البشرية ونقل الأموال والتكنولوجيا الملائمة بيئياً ونورد فيما يلى نظاماً برمجياً جديداً كمحاولة جادة لتحقيق التنمية المستدامة وبخاصة ما يتعلق منها بمجال التجارة الالكترونية والاستثمار لتنمية الموارد البشرية وتدعيم الاقتصادى ، إذ يتم شرح عدد من المميزات للتجارة الالكترونية ، وخصوصاً ما يتعلق بنظام وإدارة سوق الأوراق المالية وما يتبعها من عمليات التحليل وبيع وشراء الأسهم وتقديم نظام الخدمات الالكترونية للمحافظ الاستثمارية عبر الانترنت ، كما نعرض البناء الهيكلى للنظام الجديد المقترح وخطوات تنفيذه وكذا تقييماً شاملاً لأداء النظام المقترح وذكر التوصيات المهمة الواعدة لسد الفجوة الرقمية فى مجال التجارة الالكترونية وإدارة المحافظ الاستثمارية وسوق الأوراق المالية .

- التجارة الالكترونية وتحقيق التنمية.

يقدم النظام المقترح فى هذه الورقة كيفية إدارة سوق الأوراق المالية لإجراء عمليات بيع وشراء الأسهم فى أسواق التجارة الالكترونية عبر الإنترنت ، وهى محاولة لسد الفجوة الرقمية فى البرمجيات المتخصصة فى مجال التجارة الالكترونية وتحقيق التنمية إذ تقدم التجارة الالكترونية عددا من المزايا التى يمكن أن تستفيد منها الشركات بشكل كبير .

وتتضمن التجارة الالكترونية معالجة حركات البيع والشراء وإرسال التحويلات المالية عبر شبكة الإنترنت ، فليس على الزبائن التنقل كثيراً للحصول على ما يريدونه ، أو استخدام النقود التقليدية ، إذ يكفى للمستخدم اقتناء جهاز كمبيوتر وبرنامج مستعرض للإنترنت ، واشتراك بالإنترنت فتتيح التجارة الالكترونية عمليات دعم المبيعات وخدمة العملاء ، فالتجارة الالكترونية سوق الكترونى يتواصل فيه البائعون من موردين وشركات ومحلات أو سماسرة ومشترين .

وتقدم فيه المنتجات

والخدمات فى صيغة افتراضية رقمية ، كما يدفع ثمنها بالنقود الالكترونية ، وتشمل التجارة الالكترونية البيع والشراء ما بين الشركات Business - to Business أو بيع المنتجات والخدمات من الشركات للمستهلك Business - to Con-sumer أؤ المستهلك يبيع لمستهلك آخر بصورة مباشرة Consumer to Consumer كما تضم الأفراد الذين يبيعون منتجات أو خدمات للشركات Consumer to Busi-ness وكذلك التجارة غير الربحية Non Business EC مثل المؤسسات الدينية والاجتماعية ، ومن أهم المزايا الكثيرة للتجارة الالكترونية ما يلى :

- تسويق أكثر فعالية ، وأرباح أكثر إذ إن اعتماد الشركات على الإنترنت فى التسويق يتيح لها عرض منتجاتها وخدماتها فى مختلف بقاع العالم دون انقطاع ـ طيلة ساعات اليوم وطيلة أيام السنة ـ ما يوفر لهذه الشركات فرصة أكبر لجنى الأرباح ، إضافة إلى وصولها إلى المزيد من الزبائن .

- تخفيض مصاريف الشركات.

تعد عملية إعداد وصيانة مواقع التجارة الالكترونية على الويب أكثر اقتصادية من بناء أسواق التجزئة أو صيانة المكاتب ، ولا تحتاج الشركات إلى الانفاق الكبير على الأمور الترويجية أو تركيب تجهيزات باهظة الثمن تستخدم فى خدمة الزبائن ولا تبدو هناك حاجة فى الشركة لاستخدام عدد كبير من الموظفين للقيام بعمليات الجرد والأعمال الإدارية ، إذ توجد قواعد بيانات على الإنترنت تحتفظ بتاريخ عمليات البيع فى الشركة وأسماء الزبائن ، يتيح ذلك لشخص بمفرده استرجاع المعلومات الموجودة فى قاعدة البيانات لتفحص تواريخ عمليات البيع بسهولة .

تواصل فعال مع الشركاء والعملاء.

تطوى التجارة الالكترونية المسافات وتعبر الحدود ، ما يوفر طريقه فعالة لتبادل المعلومات مع الشركاء ، وتوفر التجارة الالكترونية فرصة جيدة للشركات للاستفادة من البضائع والخدمات المقدمة من الشركات الأخرى (الموردين) .

- توفير الوقت والجهد .

تفتح الاسواق الالكترونية (e-marke) بشكل دائم طيلة اليوم ودون أى عطلة ، ولا يحتاج الزبائن للسفر أو الانتظار فى طابور لشراء منتج معين ، كما ليس عليهم نقل هذا المنتج إلى البيت ، ولا يتطلب شراء أحد المنتجات أكثر من النقر على المنتج ، وإدخال بعض المعلومات عن البطاقة الائتمانية ، ويوجد بالإضافة إلى البطاقات الائتمانية عدد من أنظمة الدفع الملائمة مثل استخدام النقود الالكترونية (E-money) .

حرية الاختيار.

توافر التجارة الالكترونية فرصة رائعة لزيارة مختلف أنواع المحلات على الإنترنت ، وبالإضافة إلى ذلك ، فهى تزود الزبائن بالمعلومات الكاملة عن المنتجات . ويتم

كل ذلك من دون أى ضغوط من الباعة .

خفض الأسعار

يوجد على الإنترنت عدد من الشركات التى تبيع السلع بأسعار أخفض مقارنة بالمتاجر التقليدية وذلك لأن التسوق على الإنترنت يوفر الكثير من التكاليف المنفقة فى التسوق العادى ... ما يصب فى مصلحة الزبائن .

نيل رضا المستخدم .

يوفر الإنترنت اتصالات تفاعلية مباشرة ، مما يتيح للشركات الموجودة فى السوق الالكترونى الاستفادة من هذه الميزات للإجابة عن استفسارات الزبائن بسرعة ، ما يوفر خدمات أفضل للزبائن ويستحوذ على رضاهم .

- تسمح هذه التجارة الالكترونية للشركات الصغيرة بمنافسة الشركات الكبيرة .

وتستحدث عددا من التقنيات لتذليل العقبات التى يواجهها الزبائن ، ولا سيما على صعيد سرية وأمن المعاملات المالية على الانترنت ، وأهم هذه التقنيات بروتوكول الطبقات الأمنية Secure Socket Layers - SSL وبروتوكول الحركات المالية الآمنة Secure Electronic Transactions - SET ، ويؤدى ظهور مثل هذه التقنيات والحلول إلى إزالة الكثير من المخاوف التى كانت لدى البعض ، وتبشر هذه المؤشرات بمستقبل مشرق للتجارة الالكترونية .

سوق الأوراق المالية لدعم التنمية المستدامة .

توجد عدة محاولات سابقة بهدف بناء نظم برمجية لأتمتة سوق الأوراق المالية والأسهم بهدف دعم التنمية ومنها ، على سبيل المثال ، نظام سوق الأوراق المالية ، ونظام دراسة مؤشرات الأسهم ، ونظام خدمات المحافظ الاستثمارية ، وكذلك نظام التعرف على العملات النقدية ، وهذه النظم بنيت على أساس أنها قواعد بيانات بهدف تقديم خدمات محدودة للعملاء وسوف نشرح فى ورقة عملنا هذه نظاماً مطوراً جديداً يجمع عدداً من المزايا التى توفرها هذه النظم السابقة مجتمعة معاً فى نظام متكامل لأتمتة وإدارة سوق الأوراق المالية والمحافظ الاستثمارية كما يوفر النظام إمكانية إجراء التحليلات الأساسية والفنية وعرض التقارير المعينة للعملاء فى اتخاذ القرارات الاستثمارية المثلى وتقديم الاستشارات المالية .

تتم عمليات أتمتة سوق الأوراق المالية كما يقترح النظام بواسطة إدخال البيانات الأساسية للشركات ويشمل ذلك اسم الشركة ، نشاطها ، رأس المال مقر وفروع الشركة ، ثم بعد ذلك يتم إدخال البيانات المالية وتتقسم إلى نوعين هما :-

- بيانات سوق البورصة (الأسهم) وبيانات ميزانية الشركات ، وتحتوى بيانات سوق الأسهم على سبيل المثال : اسم الشركة ، وقيمة الكوبون ، وعائد الكوبون ، وسعر الفتح ، وأعلى سعر ، أدنى سعر ، وأكبر تداول

وعادة يتم نشر ميزانيات الشركات على فترات ربع سنوية ونصف سنوية كما يمكن للمساهمين الحصول عليها من شركات السمسرة .
يقوم النظام البرمجى بعد ذلك بإجراء العمليات الحسابية اللازمة ويتم توليد عدد من التقارير تحدد كمية المعاملات وأسعار تداول الأسهم للشركات ، ويتم تحديد سعر الأسهم باستخدام التحليل الأساسى والتحليل الفنى ، ويعتمد التحليل الأساسى على أمور ثلاثة لتحديد السعر الحقيقى الذى ينبغى أن يباع به السهم ، وتشمل الظروف الاقتصادية والصناعية وظروف الشركة أما التحليل الفنى فيتتبع حركة الأسعار فى الماضى على أمل اكتشاف نمط لتلك الحركة يمكن منه تحديد التوقيت السليم للقرار الاستثمارى فحركة الأسعار فى الماضى تعد مؤشراً يعتمد عليه فى التنبؤ بحركتها فى المستقبل ، ويستخدم البرنامج التحليل الأساسى لاختيار الأسهم وباستخدام التحليل الفنى يتم متابعة حركة السهم والتعرف على سلوكه ، ويحسب البرنامج مجموعة من نسب المؤشرات المالية لكل منها دلالة محددة ويشمل ذلك :-

- **نسب السيولة** : توضح قدرة الشركة على الوفاء بديونها والتزاماتها ومدى توافر النقود لمواجهة الظروف الطارئة .
- **نسب النشاط** : توضح مدى السرعة فى تحويل ممتلكات الشركة من مخزون واستثمارات إلى تقدية ومدى نجاح الشركة فى تحصيل أموالها لدى الغير ومدى نجاح الشركة فى الاستخدام الأمثل لممتلكاتها .
- **نسب الربحية** : وهى توضح إن كانت الشركة رابحة أم خاسرة وتمثل أهم المؤشرات المالية التى يحتاجها المستثمرون والمضاربون فى البورصة لمعرفة ما سيعود عليهم من فوائد الاستثمار عند شراء الأسهم .
- **نسب التغطية** : وتوضح عدد مرات تغطية ديون الشركة من خلال دخلها وهذا المؤشر يوضح مدى حماية الشركة للمساهمين ، إذ إنه عند إفلاس الشركة فإنه يمكن تسديد ديونها إلى حملة الأسهم .
- **نسب الاقتراض** : تقيس هذه النسب المدى الذى ذهبت إليه الشركة فى الاعتماد على الاقتراض فى تمويل احتياجاتها التشغيلية والتطويرية ، ولهذه المجموعة من النسب تأثير إيجابى وآخر سلبى ومن ثم لابد أن يعطى لها المستثمر قدراً كافياً من الاهتمام ، فالتأثير الإيجابى لكون الاعتماد على القروض تعنى انخفاض تكلفة الأموال بسبب الانخفاض النسبى لتكلفة هذا النوع من مصادر التمويل أما التأثير السلبى فإن زيادة نسب الاقتراض قد تعرض الشركة لمخاطر الإفلاس .

بناء النظام المقترح

لقد استخدم فى بناء النظام البرمجى المقترح مجموعة من الحزم البرمجية المتوافرة

بالأسواق بأسعار اقتصادية ، وهذا يؤدى إلى إمكانية بناء حزم برمجية واعدة فى مجال التجارة الالكترونية وأسواق المال بأسعار رخيصة نسبياً فى الدول العربية بدلاً من استيرادها من الخارج ، فقد استخدمت لغة أسب ASP. NET فى كتابة برامج بناء الموقع وتصميم الصفحات وربطها بقواعد البيانات ، كما استخدم برنامج قاعدة البيانات أكسس MS Access فى بناء قاعدة البيانات الخاصة بالنظام ويمكن عند التوسعة استخدام قاعدة البيانات أوركل Oracle فى حالة النظم الكبيرة الحجم من حيث عدد العملاء كما استخدم برنامج نظام تشغيل النوافذ المحترف

Windows XP Professional.

●●●

تنفيذ وتقييم أداء النظام

يبدأ برنامج سوق الأوراق المالية بعرض شاشة الافتتاح الرئيسية كما هو موضح فى شكل ٢ بها عدة اختيارات تفيد رجال الأعمال والمهتمين كافة بالاستثمار فى البورصة ويمكن لمدير الموقع إدخال الأسعار اليومية للشركات كلها أو التى يهتم بها فقط وعندها يمكنه متابعة مدى الثبات والتغير ، ومن أهم الشاشات هى أسماء وبيانات الشركات المساهمة فى سوق الأوراق المالية وهى الموضحة فى شكل (٣) وتعرض هذه الشاشة أسعار تداول الأسهم وأعلى سعر وأدنى سعر وكذلك كمية التداول التى تمكن المستخدم من معرفة البيانات كافة التى يمكن أن يحتاجها ليقرر الشراء أو عدم الشراء ، ومن تلك البيانات يمكن معرفة تطور الأسعار لكل شركة هبوطاً وارتفاعاً ومن خلال الملاحظة يمكن للمستثمر أن يقرر إذا كان يريد الشراء أم لا .

كما يمكن أيضاً للمستثمر أن يستخدم طريقة أخرى ، كما هو موضح فى الشاشة شكل (٥) وهى معرفة البيانات المالية الأساسية للشركة مثل الأرباح والخسائر والإيرادات والمصروفات وما إلى ذلك ...

ومن خلال النسب المالية المتعارف عليها التى تم شرحها سابقاً والموضحة فى شكل (٤) يمكن للمستثمر معرفة أحوال وظروف الشركة الحقيقية التى لا يبينها سعر السهم ، إذ أن مراقبة السعر اليومى للسهم فقط ليس كافياً بالنسبة إلى المتخصصين ، ويمكن عرض استعراض بيانى لأهم الشركات حسب القطاع أو أقل الأسعار أو أكبر الأسعار بالإضافة إلى عدد من التقارير عن الشركات ، ويوجد أيضاً التقرير اليومى للسوق وهو كما هو موضح يبين أهم التحركات خلال اليوم وما تم وأهم الشركات فى السوق ، كما يمكن للمستثمر بعد ذلك تنفيذ طلبات الشراء كما هو موضح فى شكل (٥) وكذلك يمكنه عرض ومعرفة كشف الحساب للموجودات فى محفظته الاستثمارية ، وهكذا نجد أن هذا البرنامج هو برنامج متكامل يفى بمعظم متطلبات المهتمين بسوق المال ورجال

الأعمال .

الفصل الرابع :
نماذج أخبار مؤثرة فى أسواق رأس المال .

أظهرت أسواق الأوراق المالية فى أغلب أنحاء العالم انحدارا تراكمياً حاداً خلال الفترات الأخيرة أ وكانت الفترة التى شهدت أغلب الهبوط هى مدة الأسبوعين التى دامت حتى الثالث والعشرين من مايو ، لكن الأسعار مازالت مستمرة فى الهبوط فى المتوسط منذ ذلك الوقت ، ترى هل من الضرورى أن يعانى الاقتصاد العالمى من المتاعب نتيجة للمتاعب التى تشهدها أسواق الأوراق المالية حول العالم ؟.

فلنراجع معاً أشد حالات الهبوط من بين مؤشرات الدول الكبرى ، وكان أضخم انهيار مالى فى الهند ، حيث هبطت أسعار الأسهم بنسبة ١٦,٩٪ منذ العاشر إلى الثانى والعشرين من مايو/آيار ، وكان الانهيار على الجانب الآخر من العالم على نفس القدر من الضخامة تقريباً ، وانحصرت أقصى المؤشرات ارتفاعاً وهبوطاً خلال يوم أو يومين من المؤشرات فى الهند : ففى الأرجنتين هبطت أسعار الأسهم بنسبة ١٦,١٪ وفى البرازيل هبطت بنسبة ١٤,٧٪ وفى المكسيك هبطت بنسبة ١٣,٨٪ .

كما تعرضت الأسواق الأوروبية لخسائر ضخمة ، ففى السويد هبطت أسعار الأسهم بنسبة ١٥,٢٪ خلال الفترة من التاسع إلى الثانى والعشرين من مايو/آيار ، وخلال نفس الفترة تقريباً هبطت الأسعار بنسبة ٩,٧٪ فى ألمانيا ، وبنسبة ٩,٤٪ فى فرنسا والمملكة المتحدة ، وبنسبة ٩,٣٪ فى إيطاليا وفى آسيا كانت الأحوال متشابهة ، حيث هبطت أسعار الأسهم بنسبة ١١,٥٪ فى كوريا ، وبنسبة ٩,٣٪ فى هونج كونج ، وبنسبة ٨٪ فى اليابان ، وذلك خلال نفس الفترة تقريباً .

يحاول الكثير من المعلقين الربط بين هذه الأحداث وبين التطورات الجارية فى الولايات المتحدة ، لكن أسعار الأسهم فى الولايات المتحدة لم تهبط إلا بنسبة ٥,٢٪ خلال الفترة من التاسع إلى الرابع والعشرين من مايو / آيار ، ولا يبدو أن الصين كانت وراء هذا الانحدار العالمى ، حيث ارتفعت أسعار الأسهم هناك خلال نفس الفترة .

فى الواقع ، تدور تفسيرات خبراء الاقتصاد الاعتيادية حول السياسة النقدية ، ففى أعقاب الهلع الذى أصاب العالم خشية حدوث انكماش عالمى فى عام ٢٠٠٢ ، بادرت البنوك المركزية فى كافة أنحاء العالم إلى تخفيض أسعار الفائدة الأمر الذى أدى إلى ازدهار المضاربة فى أسواق الأوراق المالية وأسواق المساكن ، ولكن الآن وطبقاً لوجهة النظر هذه فقد بدأت أسعار الفائدة المرتفعة فى إحداث المشاكل ، وهو ما ينذر بدورة بالمزيد من الانحدار فى أسعار الأصول .

مما لا شك فيه أن أن هذه

الحجة تحمل قدراً كبيراً من الصدق فقد بادر بنك الاحتياطى الفيدرالى فى الولايات المتحدة إلى رفع الأسعار فى العاشر من مايو/ آيار ، وفى ذلك الوقت أشار رئيسه بن بيرنانك إلى احتمالات زيادة الأسعار فى المستقبل ، وكانت أخبار تفاقم التضخم سوءً فى الولايات المتحدة قد ذاعت فى السابع عشر من مايو / آيار ، الأمر الذى يوحى بأن المزيد من الإجراءات النقدية المحكمة مازال أمراً وارداً .

يعشق خبراء الاقتصاد النظر إلى العالم باعتباره كياناً منطقياً يسهل التعامل معه وهو ما يعنى ضمناً أنهم يفهمون ماذا يحدث من حولهم ، لكنهم حين يفعلون هذا ، كثيراً ما يبالغون فى تقدير الدور الذى تلعبه البنوك المركزية والحقيقة أن زيادة الأسعار فى الولايات المتحدة كانت مجرد حلقة من سلسلة من ارتفاعات الأسعار - السادسة عشرة على التوالى ولم تبادر أية بنوك مركزية كبرى أخرى إلى رفع الأسعار بعد أن بدأ هبوط أسواق الأوراق المالية فى شهر مايو / آيار ، وذلك حتى السابع أو الثامن من يونيو/ حزيران حين بدأ عدد كبير منها فى رفع الأسعار (البنك المركزى الأوروبى ، وبنك كوريا الجنوبية ، وبنك جنوب أفريقيا ، وبنك تايلاند ، وبنك تركيا .

وتأتى أسعار النفط كعامل آخر وراء هذه الظاهرة ، حيث ارتفعت بنسبة ٢٤ ٪ فى الفترة من الثانى والعشرين من مارس / آزار إلى الثانى من مايو/آيار ، مسجلة أعلى الأرقام القياسية ، لقد كان ذلك حدثاً ضخماً ومن شأنه بالفعل أن يؤثر على أسواق الأوراق المالية فى كل أنحاء العالم ، فقد كان ارتفاع أسعار النفط المتهم الرئيسى المتسبب فى كل فترات الركود الاقتصادى التى شهدها العالم منذ الحرب العالمية الثانية .

مع ذلك فإن الزيادات فى أسعار النفط لا تتطابق مع الفترة الزمنية فى منتصف شهر مايو/آيار حين كان هبوط مؤشر أسواق الأوراق المالية أكثر حدة من أى وقت آخر . وعلى ذلك فإذا ما قلنا إن الزيادات فى أسعار النفط كانت السبب وراء الهبوط الذى شهدته أسواق الأوراق المالية ، فإننا بهذا نغفل فترة زمنية تصل إلى أسابيع عديدة.

لكن أسواق الأوراق المالية أيضاً لا تتسم بالمنطقية وربما حدث رد فعل متأخر إزاء الصدمات الناجمة عن أسعار النفط وكما هى الحال مع أى من الأسعار الأخرى فى الأسواق المالية ، فإن الزيادة تسترعى الانتباه ، فحين ترتفع أسعار النفط بسرعة ، يبادر الناس إلى مراقبة الأنباء المرتبطة بأسعار النفط وتبادل الأحاديث حول أسعار النفط ، الأمر الذى يترتب عليه نشوء حالة من الحساسية المبالغ فيها تجاه هذه الأنباء .

ترتبط الأزمة الجارية فى الشرق الأوسط بأسعار النفط

ولقد هيمنت تلك الأزمة على الأنباء طيلة شهر مايو/آيار ومن المحتمل أن تكون العلامات المنذرة بالسوء واللغة القوية التى استخدمها العديد من الشخصيات السياسية البارزة ، قد تضخمت فى أذهان المستثمرين بسبب الزيادات فى أسعار النفط ففى الثامن من مايو/آيار قال نائب رئيس الوزرآء الإسرائيلى بيريز فى رده على تصريحات عدائية من جانب الرئيس الإيرانى محمد أحمدى نجاد "يتعين على رئيس إيران أن يدرك أن إيران أيضاً من الممكن أن تمحى من على الخريطة ".

على نحو مماثل ، وقبل بداية انهيار أسواق الأوراق المالية فى مايو/آيار بمدة بسيطة ، قام أحمدى نجاد بزيارة إندونيسيا ، الدولة التى تحوى أكبر تعداد للسكان من المسلمين بين كافة دول العالم ، وذكرت تقارير الصحف فى الثالث عشر من مايو/آيار أنه استقبل بحفاوة بالغة من قبل الطلاب فى جامعتين من أهم الجامعات فى البلاد وربما فسر بعض المحللين هذه القصة باعتبارها دليلاً على أن استعراض القوة الذى أبداه أحمدى نجاد فيما يتصل بالقضية النووية كان مجزياً بالنسبة له على الصعيد السياسى ، الأمر الذى أدى إلى تغذية مفهوم مفاده أن الموقف المتوتر فى الشرق الأوسط قد يفضى إلى المزيد من الارتفاع فى أسعار النفط .

قد تبدو هذه القصص الإخبارية بعيدة عن سوق الأوراق المالية مقارنة بالسياسة النقدية لكن تجاوب الرأى العام مع هذه الأخبار ، علاوة على الزيادات الأخيرة فى أسعار النفط قد يعمل كمقياس جيد للتغيير فى سيكلوجية السوق ، إن المواقف إزاء المجازفات تتغير مع الوقت ، والأحداث الجارية مثل تعليقات أحمدى نجاد وبيريز قد تؤدى إلى التعجيل بحدوث مثل هذه التغييرات ، من هنا وعلى الرغم من أن مثل هذه الأمور قد تحدث بطريقة يصعب قياسها كمياً ، إلا أنه ربما كان لزاماً على المحللين أن ينتبهوا إلى كلمات أحمدى نجاد بالقدر الذى لا يقل عن اهتمامهم بكلمات بيرنانك حين يحاول فهم الاتجاه الذى قد تسلكه أسواق الأوراق المالية العالمية.

قد لا يحب خبراء الاقتصاد التركيز على التوجه العقلى لعامة الناس والكيفية التى يتفاعل بهذا ذلك التوجه مع التغييرات التى تشهدها الأسعار ، والأنباء العالمية وآليات المضاربة ذلك أنهم بإقرارهم بأهمية هذه العوامل يلمحون ضمناً إلى أن الأحداث الاقتصادية أقل قابلية للتنبؤ بها (وأن معرفة خبراء الاقتصاد محدودة) مما يحبون أن يتصوروا ، لكن مثل هذا التركيز يعبر عن ميل إلى الحدس ترى ماذا يدور حقاً فى أذهان المستثمرين ؟ إن أحمدى نجاد يتمتع بشخصية كاتريزمية على العكس من بيرنانك ، وأحمدى نجاد على وشك الدخول إلى مغامرة ، على العكس من بيرنانك ،

وربما كان فى المقام الأول من الأهمية أن أحمدى نجاد يتمتع بتأثير مسبب لعدم الاستقرار على العكس من بيرنانك .

فى الحقيقة أياً كان السبب الأساسى وراء الهبوط الذى شهدته أسعار الأوراق المالية فى كافة أنحاء العالم خلال فترة منتصف شهر مايو/آيار ، فإن ذلك الهبوط يشير إلى عدم استقرار سيكلوجية السوق ومن الصعب أن نصدق أن الهبوط كان مرتبطاً فقط بالآراء حول السياسات النقدية المحتملة ، وليس بقضايا أشد ضخامة وأكثر عمقاً ، بما فى ذلك أمور مثل الطاقة والتوترات السياسية التى ينبنى عليها أداء الاقتصاد العالمى .

الفصل الخامس :

قرارات الهيئة بغرض تفعيل البورصة :

الهيئة العامة لسوق المال تصدر قراراً بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بالشركات العاملة فى مجال السمسرة فى الأوراق المالية ـ ٢٠٠٧/٢/١٤ .

فى ضوء استراتيجية الهيئة العامة لسوق المال لتطوير سوق رأس المال وتنمية وحماية المستثمرين والحد من المخاطر غير التجارية فيه أصدر الدكتور هانى سرى الدين رئيس الهيئة قراراً بشأن ضوابط الترخيص للعاملين بالشركات العاملة فى مجال السمسرة فى الأوراق المالية والتى تهدف إلى رفع كفاءة أداء العاملين فى السوق وبالتبعية أداء شركات الوساطة ، وتأتى هذه الضوابط لتعكس اتجاه الهيئة فى اتخاذ خطوات جادة وفعالة لتبنى أفضل الممارسات الدولية لتنظيم سوق رأس المال .

ويشمل القرار الشروط اللازم استيفاؤها لحصول العاملين بشركات السمسرة فى الأوراق المالية على التراخيص اللازمة بما فى ذلك المشاركة فى الدورات التدريبية المتخصصة التى تنظمها أو تشرف عليها الهيئة ، واجتياز الاختبارات المعتمدة من الهيئة فى هذا الشأن .

كما يشمل القرار بيان بالوظائف الأساسية التى يتعين على الشركة شغلها فى موعد أقصاه نهاية شهر أبريل المقبل وتتضمن الوظائف كل من : عضو مجلس إدارة الشركة المنتدب للإدارة ، ومدير فرع بالنسبة للشركات الحاصلة على موافقة الهيئة بممارسة نشاط السمسرة من خلال فرع واحد أو أكثر والمراقب الداخلى ، والمسئول عن مكافحة غسل الأموال ، والمنفذ ، ومدير الحسابات ، والباحث والمحلل المالى فى الشركات التى تحصل على موافقة الهيئة على إعداد تقارير أو أبحاث بشأن الأوراق المالية أو سوقها أو الشركات المصدرة لها ، والمدير المالى ، ومدير عمليات المكتب الخلفى ، والمراجع الداخلى ، ومدير المخاطر ـ وهى الوظيفة الجديدة التى استحدثها القرار وذلك فى ضوء التجارب والممارسات الدولية فى أسواق المال العالمية .

كما يشمل القرار ضرورة التزام الشركات بموافاة الهيئة بتنظيم آلية تكفل سلامة اختيار مديريها وممثليها وكافة العاملين بها والتحقق من حسن سيرة كل منهم ، وكذلك إخطار الهيئة بكافة حالات التعيينات الجديدة وحالات ترك الخدمة بالشركة خلال فترة لا تتجاوز خمسة عشر يوماً على الأكثر .

كما يشمل القرار ضوابط الاستثناءات التى تمنحها الهيئة للعاملين بالشركات من شرط المشاركة فى الدورات التدريبية واجتياز الاختبارات اللازمة للحصول على تراخيص مزاولة المهنة وذلك فى ضوء الشهادات المماثلة التى حصلو عليها من قبل ، ويبين القرار كذلك ضوابط إعفاء شاغلى وظائف الإدارة العليا بالشركات من اجتياز الاختبارات .

وحددت الضوابط مدة سريان صلاحية الترخيص بثلاث سنوات مع ضرورة استيفاء متطلبات التطور المهنى وفقاً للضوابط التى تضعها الهيئة فى هذا الشأن .

كما نص القرار على قيام الهيئة باتخاذ ما تراه من التدابير الرقابية تجاه العاملين المرخص لهم بمزاولة المهنة فى حالة ارتكاب أى من المخالفات الواردة بالتشريعات الحاكمة لسوق المال تهدد استقراره أو مصالح المتعاملين فيه .

كما أشار القرار إلى ضرورة حصول كافة العاملين فى شركات السمسرة فى الأوراق المالية على التراخيص المطلوبة فى موعد أقصاه يونيو ٢٠٠٨ .

هذا ويأتى القرار المشار إليه فى إطار قيام الهيئة بتفعيل منظومة منح التراخيص لكافة العاملين فى الشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية بمختلف أنشطتها على مراحل مختلفة أولها - والتى يشملها القرار - شركات السمسرة فى الأوراق المالية .

وتتضمن منظومة التراخيص المشار إليها أربعة أركان رئيسية هى إنشاء إدارة جديدة داخل الهيئة لتطوير ووضع الاختبارات ، وإنشاء سجل رقابى داخل الهيئة للعاملين الذين يحصلون على تراخيص ، وقيام الهيئة بتحديد واعتماد مراكز التدريب والتأهيل المهنى والتى تنظم الدورات التدريبية من خلالها ، وأخيراً وضع متطلبات التعليم والتطوير المهنى المستمر التى تكفل ضمان استمرار كفاءة أداء العاملين فى الشركات ومواكبتهم للتطوير الذى تشهده البنية التشريعية والمؤسسية لسوق الأوراق المالية المصرى .

وتمثل هذه الضوابط أحد أهم الأولويات التى تضعها الهيئة لتطوير السوق ضمن برنامجها لتقديم الدعم الفنى لشركات السمسرة فى الأوراق المالية وتطوير القواعد المنظمة لها والتى سبقها إصدار الهيئة للقرار رقم ٤٩ لسنة ٢٠٠٦ بشأن متطلبات تأسيس شركات السمسرة فى الأوراق المالية والترخيص لها بمزاولة النشاط وكذلك القرار رقم ١٤ لسنة ٢٠٠٧ بشأن معايير الملاءة المالية للشركات العاملة فى مجال الأوراق المالية .

الفصل السادس : مذكرات التفاهم :

نوع الاتفاقية	اسم الدولة	تاريخ التوقيع	اسم الاتفاقية	الغرض من توقيع الاتفاقية
مذكرة تفاهم	سوق الأوراق المالية الليبية	٢٠٠٦/١١/٢٠	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال - جمهورية مصر العربية وسوق الأوراق المالية الليبية	تبادل المعلومات الفنية والتشريعات الخاصة بأسواق المال فى البلدين ، والتعاون فى مجال الرقابة على المؤسسات العاملة فى أسواق المال والمشاركين فيها وتبادل الأراء . والتعاون فى مجال التدريب وتبادل الخبرات والخبراء والعمل على إزالة معوقات الاستثمار فى البلدين فى مجال تداول الأوراق المالية .
مذكرة تفاهم	هيئة دبى للخدمات المالية	٢٠٠٦/٩/٥	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال - جمهورية مصر العربية وهيئة دبى للخدمات المالية .	تبادل المعلومات الفنية والتشريعات الخاصة بأسواق المال فى البلدين ، والتعاون فى مجال الرقابة على المؤسسات العاملة فى أسواق المال والمشاركين فيها وتبادل الأراء . والتعاون فى مجال التدريب وتبادل الخبرات والخبراء والعمل على إزالة معوقات الاستثمار فى البلدين فى مجال تداول الأوراق المالية .
مذكرة تفاهم	بين هيئة الأوراق المالية والسلع دولة الإمارات العربية المتحدة	٢٠٠٦/٣/٢٠	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال - جمهورية مصر العربية وبين هيئة الأوراق المالية و السلع دولة الإمارات العربية المتحدة .	اتفقت الهيئتان بموجب بنود مذكرة التفاهم على تعزيز المساعدة المشتركة وتبادل المعلومات لتمكين الهيئتين من تنفيذ مهامهما بشكل فعال وفقاً للقانون .
مذكرة تفاهم	معهد الأوراق المالية والاستثمار المملكة المتحدة	٢٠٠٦/١/٣٠	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال - جمهورية مصر العربية ومعهد الأوراق المالية والاستثمار المملكة المتحدة .	إبرام اتفاقية من أجل نقل المعرفة والمهارة إلى السوق المصرى ، بما فى ذلك تأسيس معهد مهنى وتنمية المؤهلات التنظيمية بهدف سد احتياجات النظام القانونى المصرى ، بالإضافة إلى توفير التدريب للعاملين بالهيئة العامة لسوق المال وبورصتى القاهرة والاسكندرية وشركة مصر المقاصة واعتماد معهد الأوراق المالية والاستثمار .
مذكرة تفاهم	سلطنة عمان	٢٠٠٥/٢/٩	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال - جمهورية مصر العربية والهيئة العامة لسوق المال بسلطنة عمان .	وضع وتطبيق نظام للمساعدات المشتركة وتبادل المعلومات والتعاون فى مجال التدريب وتبادل الخبرات والخبراء وتنظيم مؤتمرات وندوات مشتركة بين السلطتين بغرض تسهيل إنجاز وظائفهما الإشرافية فى مجال أسواق الأوراق المالية .

مذكرة تفـاهم	الأردن	٢٠٠٤/٦/٢	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسوق المال ـ جمهورية مصر العربية وهيئة الأوراق المالية بالمملكة الأردنية الهاشمية	وضع إطار عـام لتبـادل المعلومـات والتـعـاون المشترك فى مجال الرقابة والمقاصة والتسوية والتدريب وتبادل الخـبرآء والاشتراك فى عرض وتنظيم المؤتمرات والندوات الدولية .
مذكرة تفـاهم	إيطاليا	٢٠٠٤/٦/٢	مذكرة تفاهم بين الهيئـة العامة لسوق المال ـ بمصر وهيئة سوق المال بإيطاليا	وضع وتطبيق نظام للمساعدات المشتركة وتبادل المعلومـات بين السلطتين بغـرض تسـهيل إنجـاز وظائفهما ودعم نزاهة أسواق الأوراق المالية .
مذكرة تفـاهم	رومانيا	٢٠٠٤/١/٨	مذكرة تفاهم بين الهيئـة العامة لسوق المال ـ بمصر واللجنـة الوطنيـة للأوراق المالية برومانيا	إنشاء إطار عمل عام للتعاون والتشاور بين الهيئتين بغرض تسهيل أداء مسئولياتهما الإشرافية .
مذكرة تفـاهم	فرنسا	٢٠٠٢/٦/٩	مذكرة تفاهم بين الهيئة العامة لسـوق المال ـ بمصـر ولجنة عمليات البورصة بفرنسا	وضع وتطبيق نظام للمساعدة وتبادل المعلومات بين السلطتين المعنيتين بغرض تسهيل إنجاز وظائفهما الإشرافية .
مذكرة تفـاهم	الصين	٢٠٠٠/٦/٦	مذكرة تفاهم بين الهيئـة العامة لسوق المال ـ بمصر الهـيـئـة الرقـابيـة على الأوراق المالية بالصين.	إنشاء إطار عمل لتبادل المعلومات والتشاور .
بروتوكول تعاون	الجزائر	١٩٩٩/٦/٤	بروتوكول تعاون بين الهيئـة العـامـة لسـوق المال بمصـر ولجنة مـراقـبـة عـمـلـيـات البـورصـة بالجـمـهـورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية	تبـادل المعلومـات والأراء ، التـعـاون فى مـجـال التدريب وتبادل الخبرات وتنظيم مؤتمرات وندوات مشتركة .
مذكرة تفـاهم	قبرص	١٩٩٨/٦/٦	مذكرة تفاهم بين هيئة سوق المال فى قبرص وهيئة سوق المال المصـرى بشـأن تبـادل المعلومات والتشاور .	المشـاركـة فى البنـاء والحـفـاظ على أسواق أوراق مـاليـة تتسم بالشـفـافيـة والنظام والكفـاءة والعدالة لجميع المستثمرين .
اتفاقية تعاون ثنائى	تونس	١٩٩٧/١/٣	اتفـاقـيـة التـعـاون الثـنائي بين الهـيـئـة العـامـة لسوق المال بجمهورية مصر العربية وهيئة السوق المالية بتونس .	تسـهيل شـروط وإجـراءات طرح الأسـهم المتـداولة وإدراجها فى السوقين المصرية والتونسية وتشجيع التـعـاون بين البـورصـات ومـؤسـسـات التـقـاص والتسوية والوسطاء .
اتفاقية	الكويت	١٩٩٦/٦/٩	اتفاقية التعاون	ترحيب الكويت ومصر بانضام بورصة

مذكرة تفاهم	الولايات المتحدة الأمريكية	١٩٩٦/١١/٢	مذكرة تفاهم بين هيئة سوق المال الأمريكية وهيئة سوق المال المصرية بشأن تبادل المعلومات والتشاور والمعونة الفنية .	وضع إطار عام لتبادل المعلومات والتشاور وتوفير المعونة الفنية بغرض تطوير أسواق الأوراق المالية المصرية
تعاون ثلاثى	لبنان		اتفاقية التعاون الثلاثى بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال وبورصة بيروت .	بيروت للاتفاق الثنائى المشار إليه فى البند ٢(اتفاقية التعاون الثنائى بين مصر والكويت)
مشترك	البحرين الأردن	١٩٩٦/٦/٧	البيان المشترك للأسواق المالية العربية فى كل من دولة البحرين وجمهورية مصر العربية والمملكة الأردنية الهاشمية .	تبادل تسجيل الشركات المساهمة العامة المقيدة وغيرها من الأدوات المالية فى الأسواق الثلاثة وتسهيل إجراءات التعامل فيها لمواطنى الدول الثلاث .
اتفاقية تعاون ثنائى	الكويت	١٩٩٦/٦/٤	اتفاقية التعاون الثنائى بين سوق الكويت للأوراق المالية والهيئة العامة لسوق المال بمصر.	التعاون فى مجالات تنظيم وإصدار وتداول الأوراق المالية .

الفصل السابع :
مبادئ المنظمة الدولية لهيئات سوق المال IOSCO

● المنظمة الدولية لهيئآت أسواق المال هى منظمة عالمية تجمع فى عضويتها هيئات أسواق المال الدولية للعمل معاً من أجل تحقيق ما يلى :

- التعاون معاً للوصول إلى أعلى المستويات التنظيمية من أجل الحفاظ على كفاءة وسلامة معاملات الأسواق المالية الدولية .

- تبادل المعلومات والخبرات الخاصة من أجل تدعيم التطور للأسواق المحلية .

- توحيد الجهود لتأسيس مستويات فعالة للرقابة على المعاملات الدولية للأوراق المالية .

- تدعيم المساعدات الفنية المتبادلة لتحقيق سلامة الأسواق وذلك بالتطبيق الصارم والفعال للقواعد التنظيمية ضد المخالفات التى تشوب المعاملات بالأسواق المالية .

- وقد أقرت المنظمة مجموعة من المبادئ عددها (٣٠) لتنظيم أسواق المال للدول الأعضاء بالمنظمة والتى تم وضعها على أساس تحقيق ثلاثة أهداف رئيسية هى :-

■ الحماية للمستثمرين .

■ ضمان أن هذه الأسواق تحقق العدالة والكفاءة والشفافية للمعاملات .

■ التقليل من المخاطر الناشئة عن المعاملات المالية .

الجوانب المالية والقانونية للتأجير التمويلى

إعداد / تريـــزا ســـامى واصــف
محاسب قانونى ومستشار ضريبى

موجــز الــدراســة :

■ **الباب الأول : .**

● مقدمة .

يتـزايد الطلب على تمويل خدمات التجارة والاستثمار عن طريق التـأجـيـر بشكل متسارع ، كوسيلة منافسة من وسائل التمويل فى كثير من البلدان ، نظراً لما تقـدمـه شركات التأجير لعملائها من تسهيلات كبيرة للحصول على أنواع متـعـددة من الأصـول تمتـد من الآلات والمعـدات والتجهيزات إلى وسائل النقل والاتصـال ، إلى الأصـول العـقـارية ، وغـدت قـيـمـة التسهيلات المرتبطة بعمليات التـأجيـر تتـراوح بين بضعـة آلاف من الدولارات ومـئـات الملايين للعملية الواحدة .

وقد أثبت القطاع الخاص ، فى غياب المعوقات القانونية والمالية ، رغبتة ومقدرته على إنشاء شركات متخصصة للتأجير وتطوير سوق المعدات المستعملة ، إضافة إلى تطوير آليات التأجير وتقنياته فى العديد من الدول .

وبالرغم من أن نشـاط التـأجيـر كان معـروفاً منذ عـهـود بعـيـدة إلا أن تطوره وانتشاره قد جاء نتيجة تزايد أحـجـام المشـروعـات وتنوع أوجـه نشـاطهـا ، وتزايد حاجتها إلى مصادر تمويلية أكـثـر مـرونة واسـتـجـابة لمتطلبات نموها وتوسعها فى ظل مـا يشـهـده العـالم من تطورات سريعة فى تكنولوجيا الإنتاج والتسويق ، وارتفاع تكلفة الحصول على الأصول الرأسمالية وحقوق المعرفة .

وتعـتـبـر الولايات المتحـدة

الأمريكية رائدة فى مجال عمليات التأجير فى العصر الحديث ، فقد ظهر كنشاط تمويلى منذ نصف قرن مع إنشاء الشركة الأمريكية للتأجير ورغم قاعدتها الرأسمالية المحدودة فى البداية فقد انتشر نشاطها وامتدت أعمالها لعملاء كانوا يفوقونها من حيث الحجم والقدرة المالية ، وترجع هذه المكانة الكبيرة التى تبوأتها إلى ما أتيح لها من تسهيلات ائتمانية ، خاصة بعد ما أيقنت البنوك أن التأجير نشاط مربح ومضمون وبحلول منتصف الستينات من القرن الماضى توسعت الأنشطة التأجيرية فى معظم الدول الأوروبية واليابان واستراليا وغيرها ، واستمرت خدمات التأجير التمويلى تتزايد وتتسع حتى بلغ حجم عملياتها نحو ٣٠٢ مليار دولار فى مطلع التسعينات من القرن الماضى ، يستوعب السوق الأمريكى نحو ٤٠٪ منها .

- أما فى الدول النامية فقد عرف التأجير التمويلى نمواً مطرداً ، ففى الفترة بين عامى ١٩٨٨ و ١٩٩٤ ارتفعت قيمة عقود التأجير الموقعة من ١٥ مليار دولار إلى ٤٤ مليار دولار .

وقد اهتمت بعض المنظمات الدولية وخاصة مؤسسة التمويل الدولية بتشجيع وتنمية الاستثمار فى التأجير وتطوير أسواق رأس المال المحلية عن طريق المساعدة فى تقديم التأجير كمصدر بديل لتمويل شراء المعدات للمؤسسات الصناعية والزراعية والتجارية مع التركيز على المؤسسات الصغيرة ومتوسطة الحجم وتلعب المؤسسة دوراً هاماً كمصدر للتمويل لإنشاء شركات التأجير ومنح خطوط ائتمان لشركات التأجير الموجودة فعلاً لمساعدتها على توسيع نشاطها وتشجيع إدماج أنشطة التأجير فى المؤسسات المالية القائمة فى بعض البلدان وذلك بهدف نشوء شركات تأجير أكثر قدرة على التنافس فى السوق الحرة بالإضافة إلى تطوير أدوات تأجير أكثر تعقيداً كالتأجير عبر الحدود والمساعدة فى وضع الأطر القانونية لتنظيم التأجير .

■ الباب الثانى : .

● التأجير كأداة للتمويل أبعاده وتقنياته .

- التأجير كأداة للتمويل وأبعاده وتقنياته :

يمكن القول إن التأجير التمويلى هو عبارة عن ترتيبات تجارية أو عقد اتفاق ينتقل بمقتضاه إلى المستخدم (المستأجر) حق استخدام أصل معين مملوك للمؤجر خلال فترة زمنية معينة مقابل القيمة الإيجارية المتفق عليها ، وبصيغة أخرى فإن التأجير هو اتفاق تعاقدى بين الطرفين يخول أحدهما حق الانتفاع بأصل مملوك بالطرف الآخر مقابل دفعات دورية لمدة زمنية محددة ، وقد أوضحت المادة الثانية من اللائحة التنفيذية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥ ما يعد تأجيراً تمويلياً فى تطبيق أحكام القانون فعددت أنواع عقود التأجير التمويلى وفقاً لما يلى:

- كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بأن يؤجر إلى المستأجر منقولات مملوكة له وقت إبرام العقد ، أو تلقاها

من المورد استناداً إلى عقد من العقود يخوله تأجيرها أو التصرف فيها بالبيع إلى المستأجر عند انتهاء مدة الإيجار ، ويتم التأجير مقابل قيمة إيجارية يتفق عليها المؤجر مع المستأجر .

- كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بأن يؤجر إلى المستأجر عقارات أو منشآت يقيمها المؤجر على نفقته بناء على طلب المستأجر بقصد تأجيرها إليه بالشروط والمواصفات والقيمة الإيجارية التى حددها العقد .

- كل عقد يلتزم بمقتضاه المؤجر بتأجير مال إلى المستأجر تأجيراً تمويليا إذا كان هذا المال قد آلت ملكيته إلى المؤجر من المستأجر بموجب عقد يتوقف نفاذه بين الطرفين على إبرام عقد التأجير التمويلى .

وفى جميع الأحوال يجب أن يكون المال المؤجر لازماً لمباشرة نشاط إنتاجى خدمى أو سلعى للمستأجر ، ولا يدخل فى عداد ذلك سيارات الركوب والدراجات الآلية .

وتكمن ذاتية هذا النوع من التعاقدات فى الفصل بين الملكية القانونية للأصل وحق الانتفاع به ، وفى إدراك أن الانتفاع بالأصل هو الذى يولد الربح وأنه يمكن المشاركة فى المنافع والالتزامات المتعلقة بهذا الأصل بالصورة المثلى بين المؤجر والمستأجر ويمكن استخلاص العناصر اللازم توافرها فى التأجير ليصبح تأجيراً تمويلياً كالتالى:

التأجير التمويلى هو عقد اتفاق بين طرفين هما المؤجر والمستأجر .

١ - يلتزم المؤجر بتكوين التمويل اللازم لشراء الأصل .

٢ - وفى حين تظل ملكية هذا الأصل للمؤجر فبمقتضى العقد ينتقل حق استعمال هذا الأصل إلى المستأجر.

٣ - يتحمل المستأجر بقيمة إيجارية محددة مقابل استخدام هذا الأصل خلال الفترة المتفق عليها.

■ **الباب الثالث :** .

● **أهمية التأجير بين مصادر التمويل .**

أ - مصادر تمويل المشروعات.

تتعدد مصادر التمويل التى يمكن الحصول منها على الأموال اللازمة للمشروع ، لذلك تواجه الإدارة المالية إشكالية تحقيق المزيج الأمثل للتمويل من مصادره العديدة فى ضوء تكلفة الحصول على الأموال من كل مصدر منها بغرض الوصول إلى هيكل التمويل الأمثل الذى يتيح توفير الأموال اللازمة للاستثمار بتكلفة مناسبة ، مما يؤكد خطورة وضرورة الإدارة الفعالة للأموال والواقع أن النشاط الذى تزاوله المنشأة يمكن تصنيفه (حسب طبيعته) إلى نوعين هما :

١ - النشاط الاستثمارى الذى يترتب عليه خلق طاقة إنتاجية جديدة أو زيادة الطاقة الإنتاجية القائمة ، سواء عن طريق إقامة مشروع جديد ، أو التوسع فى مشروع قائم أو استبدال الأصول الموجودة بأصول أخرى أكثر كفاءة.

٢ - النشاط الجارى الذى تزاوله المنشأة بغرض استغلال الطاقة القائمة ، وتشغيلها للاستفادة منها.

ولما كان القيام بأى نشاط يتطلب إنفاقاً فأنه يمكن تقسيم الإنفاق الذى تقوم به المنشأة إلى قسمين هما :

- الإنفاق الاستثمارى .
- الإنفاق الجارى .

ترتيباً على ما تقدم يتضح أن هناك نوعين من التكاليف اللازمة للقيام بأعمال المشروع هما :

- التكاليف الرأسمالية وتكاليف الإنشاء .
- تكاليف التشغيل .

ويمثل مجموع هذين النوعين من التكاليف إجمالى رأس المال اللازم لتمويل المشروع ، أو رأس المال المطلوب استثماره فى هذا المشروع .

وفى حالة المشروع الجديد يتم الحصول على الأموال اللازمة من مصادر خارجية عن طريق إصدار أسهم عادية وممتازة ، أو إصدار سندات أو الحصول على قروض قصيرة الأجل من البنوك ، أو قروض طويلة الأجل من البنوك المتخصصة (العقارية أو الصناعية أو الزراعية)

ب ـ أما فى حالة تمويل توسعات جديدة لمشروعات قائمة ، فإنه بالإضافة إلى المصادر الخارجية السابق ذكرها آنفا ، فهناك المصادر الداخلية للمشروع والتى تتمثل أساسا فى مخصصات الإهلاك ، والأرباح المحتجزة ، والمبالغ المستحقة على المشروع ، واستخدام الأوراق التجارية فى التمويل اللازم للتشغيل .

ويلاحظ أن لكل مصدر من مصادر التمويل تكلفة يتحملها المشروع عند حصوله منها على الأموال سواء كان هذا المصدر خارجياً أو داخلياً وعلى المستثمر اتخاذ قرار بالنسبة لهيكل التمويل المناسب فى ضوء حجم الأموال المطلوب الحصول عليها ، وتكلفة كل مصدر حتى يتسنى فى النهاية الحصول على رأس المال اللازم بأقل تكلفة ممكنة .

التأجير كمصدر تمويلى :

يتفق الباحثون على أن التمويل يعتبر حجر الزاوية لتحقيق التنمية الاقتصادية ، وأن التوسع فى التمويل الاستثمارى أو تمويل الأصول الرأسمالية يسهم فى دفع معدلات النمو للاقتصاد القومى .

ويلعب التمويل عن طريق الائتمان التأجيرى دوراً أساسياً فى تزويد المشروعات بما تحتاجه من أصول رأسمالية لازمة لأنشطتها ، حتى أصبح هذا النوع من التمويل من أكفأ نظم التمويل وأقدرها ، بل لقد أخذ يمتد لينافس القروض المصرفية ذات الآجال المحددة ، وليس عسيراً تبرير ذلك إذا وضعنا فى الحسبان عدم قدرة سوق الإقراض على استيعاب كافة احتياجات الاستثمار ، وأن هناك حدوداً لما يمكن للمشروعات اقتراضه لتمويل شراء المعدات والآلات والتجهيزات ، فقد يشترط البنك المقرض ضمانات معينة يصعب توفيرها ، أو أن يشترط مساهمة المشروع فى عملية تمويل الشراء بنسب معينة قد يؤثر توفيرها على مستوى السيولة فى المشروع ، خاصة مع ارتفاع تكلفة الأصول الرأسمالية فى ذات الوقت الذى تخضع فيه هذه الأصول للتقادم نتيجة للتطورات التكنولوجية

المستمرة .

من جانب آخر ، فإن طرح أسهم جديدة أو البحث عن شركاء جدد قد يثير بعض الصعوبات .

إزاء ذلك ، فقد تطلب الأمر استحداث صيغ تمويلية جديدة تكون أكثر استجابة للاحتياجات التمويلية للوحدات الاقتصادية حتى يتسنى لها التوسع الإنتاجى أو التشغيلى بدون إضافة أعباء جديدة على كاهل المشروع .

لذلك يعد التأجير التمويلي من أبرز ما ابتدعه الفكر الاقتصادى والمالى كصيغة للتمويل لها ذاتيتها المتميزة ، فهو يركز على مفهوم مضمونه أن استخدام الأصول هو الذى يحقق الربح وليس الملكية فى ذاتها ، لذلك فهو وسيلة لتمويل استخدام أصل ما وليس وسيلة لتمويل شرائه أو تملكه ، إذ أن التملك فى نهاية المدة ـ فى الأنظمة التى تجيز ذلك ـ ليس إلا أحد الخيارات المطروحة أمام المستأجر ، ومن ثم فليس هو المقصد الأول أو الدافع إلى التعاقد بين المؤجر والمستأجر.

وقد يلجأ المالك إلى أسلوب البيع وإعادة التأجير .

ويقوم بموجبه مستعمل المعدات ببيع ما يمتلك من معدات لها عمر إنتاجى مناسب إلى شركة تأجير ، على أن تقوم هذه الشركة بإعادة تأجير ذات المعدات للبائع / المستعمل الذى يصبح مستأجراً فى عقد التأجير .

ويتم اللجوء إلى هذا الأسلوب عادة لتحقيق الآتى :

- الحصول على رأس مال عامل .
- تكوين أرباح ، وذلك عندما تزيد القيمة السوقية العادلة للمعدات عن القيمة الدفترية فى حساب مالكها الأصلى .
- إعادة التمويل بأجل متوسط أو طويل ، إذا كان الشراء قد تم تمويله على أسس قصيرة الأجل.
- تخفيض تكلفة التمويل السابق إذا تمت إعادة التمويل بشروط أفضل ، ويلاحظ أن زيادة مصادر التمويل وزيادة المنافسة بينهما يسفر عن تحسين شروط التسهيلات الائتمانية لصالح النشاط الاستثمارى .

وتشير الأدبيات الاقتصادية والمالية لما يتمخض عن التأجير التمويلى من مزايا لكلا طرفيه المستأجر والمؤجر...

فبالنسبة للمستأجر يمكن رصد المزايا التالية :

١ ـ تمكين المشروع من حيازة الأصول الرأسمالية اللازمة لنشاطه الإنتاجى دون أن يضطر إلى تجميد جزء كبير من أمواله إذا ما قام بشرائها ، مما يوفر للمشروع مستوى أكبر من السيولة .

٢ ـ التأجير هو الطريقة الوحيدة للحصول على حق استعمال موجودات أساسية لآجل طويل دون زيادة قاعدة رأسمال المنشأة المستأجرة .

٣ ـ تسهيل عمليات الإحلال والتجديد ، ومواكبة التطور التكنولوجى مما يسهم فى زيادة القدرة التنافسية للمنتجات .

٤ ـ يمكن للمستأجر سداد إيجار الأصول من عائد

إنتاجية هذه الأصول وهى فى حالة التشغيل الكامل وبالتالى يقل ما يتحمله من أعباء مالية .

٥ - الاستفادة من المزايا الضريبية لعملية التأجير حيث أن قيمة إيجار الآلات يتم استقطاعها من الوعاء الضريبى للمشروع (المستأجر) باعتبارها تكاليف لازمة للحصول على الدخل الخاضع للضريبة .

٦ - تعتبر شروط تأجير الأصول أكثر يسراً وملاءمة من الاقتراض خاصة وأن المخاطر تصبح مشتركة بين المؤجر والمستأجر .

٧ - حماية المشروع المستأجر من آثار التضخم فى المدى القصير وذلك بالنسبة للأصول الرأسمالية المستأجرة .

٨ - لا يعتبر التأجير عائقاً للاقتراض حيث يمكن للشركة المستأجرة الاقتراض للتوسع فى استثماراتها الرأسمالية .

أما بالنسبة للمؤجر فيمكن رصد أهم ما يجنيه من مزايا فيما يلى:

١ - توفر عمليات التأجير مجالاً واسعاً للاستثمار بعوائد مناسبة وبضمان كافٍ قوامه ملكية الأصول المؤجرة ذاتها .

٢ - تخفيف العبء الضريبى عن طريق :

● خصم قيمة استهلاك الأصول الممول تأجيرها من الوعاء الخاضع للضريبة .

● إعفاء المؤجر من جزء من الضريبة المستحقة عليه فى حدود نسبة معينة من قيمة الآلات المشتراة فى السنة الأولى لتشغيلها .

٣ - يعتبر تأجير الأصول أفضل للمؤجر من نظام البيع بالتقسيط نظراً لسهولة تطبيقه .

٤ - يؤدى تأجير الأصول إلى زيادة مبيعات المعدات المؤجرة لأن هناك بعض المستأجرين الراغبين فى اقتناء هذه المعدات بعد تجربتها واستخدامها .

٥ - يعتبر التأجير وسيلة تمويل يمكن إضافتها لنطاق الخدمات التى تقدمها المؤسسة المالية لعملائها .

■ الباب الرابع : .

● تصنيف عقود التأجير .

يمكن التمييز بين مجموعتين رئيسيتين من عقود التأجير تبعاً لآجال العقد والتزامات أطرافه كالتالى :

(١) التأجير التمويلى .

علاقة تعاقدية طويلة الآجل بين المؤجر والمستأجر غير قابلة للإلغاء يتم بموجبها تمويل استعمال المعدات خلال كامل أو معظم العمر الإنتاجى للأصل ، مقابل قيمة إيجارية محددة ، وعادة ما يبلغ إجمالى القيم الإيجارية المدفوعة خلال مدة العقد معظم أو كامل تكلفة الأصل محل الإيجار بالإضافة إلى هامش ربح مناسب للمؤجر .

(٢) التأجير التشغيلى .

عقد قصير الأجل يغطى مدة تقل كثيراً عن العمر الإنتاجى المتوقع للمعدات المؤجرة ، بسبب توقعات المستأجر لاحتمالات ما قد يطرأ من التغيرات الفنية على المعدات. ويتميز هذا النوع من التأجير

عن غيره ببعض الخصائص من أبرزها :

● إنه لا يسمح باستهلاك رأس المال المستثمر من قبل المؤجر لأن فترة التعاقد تغطى جزءً محدودا من العمر الاقتصادى للأصل .

- إن المؤجر يقدم بعض الخدمات الخاصة كالصيانة ، كما يتحمل مخاطر التقادم والتأمين على الأصل .

- والتأجير قد يكون مباشراً أو تأجير المستثمر الواحد وذلك إذا كانت أطراف الصفقة تنحصر فى المؤجر (مالك الأصل) ، والمستأجر (مستخدم الأصل) ، حيث يقوم المؤجر بتوفير كامل قيمة المعدات المؤجرة من مصادره الخاصة .

أما إذا كان حجم العمليات المتعاقد عليها كبيراً ، واشترك أكثر من طرف فى تمويل العملية الواحدة فالتأجير فى هذه الحالة "متعدد الأطراف " .

- والتأجير قد يكون محلياً إذا قام المؤجر فى بلد ما بتأجير المعدات إلى مستأجر فى ذات البلد ، ورغم ذلك فقد يكون للتأجير المحلى سمة دولية إذا كان مورد المعدات من بلد آخر.

أما التأجير الدولى أو عبر الحدود فحين يكون المؤجر فى بلد ما والمستأجر فى بلد آخر ، ويزيد هذا النوع تعقيداً إذا كان مورد المعدات من بلد ثالث ، ومصدر التمويل من بلد رابع .

ويلاحظ أن للتأجير الدولى مميزاته فيما يتعلق بتحسين ميزان المدفوعات ، إذ تقتصر التحويلات للخارج على القيم الإيجارية فقط وليس التمويل الكامل لقيمة الأصل ، وفى كثير من الحالات لا يتم التمييز فقط بين التأجير التمويلى والتأجير التشغيلى بل أيضاً بين ترتيبات التأجير / الشراء أو التأجير الرأسمالى ، وبين التأجير الذى لا يؤدى بالضرورة إلى انتقال ملكية المعدات المؤجرة إلى المستأجر وهو ما يسمى بالتأجير الحقيقى لذلك يمكن تقسيم عقود التأجير التمويلى بحسب كيفية التصرف بالأصل عند نهاية العقد وفيما إذا احتوى العقد على خيار شراء الأصل عند نهايته ففى العقود التى لا تحتوى على هذا الخيار قد يكون للمؤجر وحده الحق فى القيمة المتبقية للأصل أو قد يكون للمستأجر الحق فى إعادة استئجار الأصل بقيمة إيجارية رمزية ، أو أن يكون له الحق بالمشاركة فى قيمة بيع الأصل .

أما فى حالة العقود التى تنص على منح المستأجر خيار شراء الأصل فإنه يتم وضع ترتيبات تمكن المستأجر من تملك الأصل مقابل دفعه لسعر شراء متفق عليه) سواء كان بالقيمة السوقية العادلة أو بقيمة رمزية عند نهاية العقد) كما ينص العقد على خيار لتجديد التأجير مع / أو المشاركة فى قيمة بيع الأصل إلى طرف ثالث .

ترتيباً على ما تقدم يمكن تحديد أنواع التأجير الشائعة كالتالى :

● التأجير بدون حق الشراء أو تجديد العقد .

وذلك إذا لم يلزم العقد المستأجر بشراء الأصل الرأسمالى خلال أو نهاية مدة الإيجار أو مدة التعاقد .

● التأجير مع حق شراء القيمة المتبقية وذلك إذا تضمن عقد التأجير حق المستأجر فى شراء الأصل الرأسمالى فى نهاية مدة الإيجار إما بسعر السوق أو بنسبة معينة من قيمة الأصل أو بالمساومة فى نهاية مدة الإيجار .

التأجير مع دفعة مقدمة وحق الشراء يتم اتخاذ هذا الأسلوب إذا أراد المؤجر تخفيض الخطر الائتمانى ، واستطاع المستأجر أن يدفع مقدمة ١٠٪ (مثلاً من ثمن الشراء) ، يتم استهلاكها من القيم الإيجارية الدورية المدفوعة .

● التأجير بالمشاركة فى القيم المتبقية .

يحصل المستأجر بموجب ذلك على أغلب كامل القيمة المتبقية للمعدة المستأجرة ، وذلك بتضمين عقد التأجير ما يفيد أنه عند بيع المعدة فى نهاية مدة العقد وعدم رغبة الأطراف المتعاقدة تجديد عقد التأجير لفترة أخرى فإن صافى قيمة البيع تدفع للمستأجر أو أن يتقاسم القيمة المتبقية مع المؤجر بالتساوى أو حسبما ينص عليه العقد ويعتبر ذلك خصماً متأخراً على القيمة الإيجارية يمنح للمستأجر .

● التأجير مع قيم إيجارية متغيرة .

تتحدد القيم الإيجارية حسبما تسمح به التدفقات النقدية المتوقع أن تحققها المعدة المستأجرة ، حيث يمكن أن تتخذ القيم التأجيرية شكلاً تصاعدياً أو تنازلياً (كل فترة زمنية معينة) وذلك لتتناسب مع الوضع المالى للمستأجر .

■ الباب الخامس : .

● الملامح القانونية للتأجير التمويلى .

يتسم تأجير البضائع بملامح قانونية هامة أهمها :

١ ـ أنه تأجير أساساً له ذاتية خاصة ومن ثم فإنه يتميز بما يتوافر فيه من عناصر تتعلق بفكرة الوكالة والأمانة وعنصر الوعد بالبيع .

٢ ـ إنه يقوم على الفصل بين الملكية وحق الحيازة .

٣ ـ إن الإيجار واجب الدفع ـ لا إيجار لا حيازة .

جوهر التأجير هو دفع الإيجار ـ لذلك فباحتفاظ المالك بحق الملكية فأنه يستطيع دائماً أن يسترد البضاعة إذا لم يدفع المستأجر الإيجار .

٤ ـ التزامات المؤجر والمستأجر .

يحدد عقد الإيجار شروط التأجير ، وحقوق والتزامات الطرفين المتعاقدين ، التى يمكن أن تتضمن الآتى :

● **التزامات المؤجر :**

- تسليم المعدات المؤجرة وتوابعها للمستأجر فى حالة تصلح معها أن تفى بما أعدت له من أغراض.
- تقديم المخططات اللازمة والمساعدة فى الإشراف على تركيب المعدات .
- صيانة المعدات المؤجرة والتأمين عليها .

● **التزامات المستأجر :**

- دفع القيمة الإيجارية فى الموعد المحدد وفى محل المؤجر المؤجر .
- استعمال المعدات المؤجرة فى حدود ما أعدت له ، ولا يحق للمستأجر أن يجرى على المعدات أى

تغيير بدون موافقة المؤجر.

- يضمن المستأجر ما يلحق المعدات من نقص أو فقدان .
- لا يحق للمستأجر أن يؤجر أو يقرض المعدات المؤجرة كلها أو بعضها إلى أى شخص آخر .
- لا يحق للمستأجر أن ينقل المعدات المؤجرة من موقع عمله المتفق عليه إلا لإرجاعها إل المؤجر ، ما لم يحصل على موافقة خطية من المؤجر .

٥ ـ التعويض :

تحدد القيمة الإيجارية بدقة لتغطية التكلفة الاستثمارية التى تحملها المؤجر ، فإذا كان على المؤجر أن يدفع أى تكلفة إضافية طارئة أو ضرائب فقد يؤثر هذا على معدل العائد على الاستثمار ، لذلك فمن المعتاد أن يتضمن عقد الإيجار اتفاقاً على التعويض يوافق بمقتضاه المستأجر على أن يدفع للمؤجر أية تكاليف من ذلك القبيل .

٦ ـ المعدات :

تتضمن عقود البيع أو التأجير شروطاً تتعلق بكفاءة أو جودة المعدات ، فإذا كانت المعدات معيبة يحكم على المؤجر بدفع تعويض للمستأجر عما أصابه من ضرر ، ويمكن للمؤجر ـ فى هذه الحالة ـ أن يعود على المورد الأصلى للبضاعة ليطالبه بمبلغ التعويض .

٧ ـ التأمين :

هناك ضرورة للتأمين على المعدات المؤجرة نظراً لاحتمال هلاكها أو تدميرها مما قد ينتج عنه خسائر فادحة لذلك يجب أن يتأكد المؤجر من أن التأمين يغطى الضرر غير المتعمد الذى قد يصيب المعدات .

٨ ـ إنهاء عقد الإيجار :

عند إبرام عقد الإيجار عادة ما يتم على مدة دنيا لسريان هذا العقد (شهر ـ سنة ـ عدة سنوات) .

■ الباب السادس : .

● الاكتتاب فى عقود التأجير .

يتناول مصطلح الاكتتاب فى عقود التأجير كافة الخطوات اللازمة التى تؤدى إلى توقيع عقد التأجير ، وتشمل هذه الخطوات بداية مرحلة استلام استفسار أولى من أحد المستأجرين وتجميع البيانات الائتمانية المطلوبة ، ثم تقييم خطر الائتمان ، والتفاوض والاتفاق على شروط العقد ، وأخيراً توقيع عقد التأجير ..

(أ) المعلومات المطلوبة :

عند استلام استفسار أولى من مستأجر ما فعلى المؤجر أن يطلب المعلومات التالية :

المعلومات الأساسية :

مواصفات المعدات المطلوبة والهدف منها (إحلال وتجديدأم إضافة جديدة)، التكلفة التقديرية وتكلفة التمويل الإجمالية (تمويل كامل أم جزئى) ، ترتيبات الدفع (طريقة الدفع ـ أجل العقد المقترح ـ هل يمكن الاستفادة من التسهيلات الحكومية أو من المؤسسات المتخصصة ؟ هل تتوافر أى تأمينات إضافية (ضمان مصرفى أو شخصى أو مؤسسى ..)

البيانات المالية :

تتضمن البيانات المالية الميزانية العمومية وحساب الأرباح والخسائر للمستأجر

لفترة تتراوح من ثلاث إلى خمس سنوات ـ خطة التشغيل للمنشأة ـ التدفقات المالية المتوقعة للمنشأة أو للخط الإنتاجى الذى سيستخدم المعدات المؤجرة المعلومات المؤسسية .

عقد التأسيس والنظام الأساسى للمنشأة ـ طبيعة عمل المنشأة وأنشطتها ومجالات التوسع فيها ـ مالكى المنشآة أو الشركاء فيها وأعضاء مجلس الإدارة (مؤهلاتهم ـ خبراتهم) ... أية تغيرات حديثة ذات أهمية فى تركيبة المساهمين وأعضاء مجلس الإدارة أو فى أنشطة المنشأة أو خطط توسعها .

معلومات أخرى :

العملاء الرئيسيين للمنشأة ـ الموردين الرئيسيين ـ مصادر المواد الخام ومدى توافر المصادر البديلة ـ علاقات المنشأة مع البنوك ومدى التزامها بأداء ما عليها ـ أسماء مراجعى الحسابات .

(ب) تقييم الائتمان .

يتم التقييم الائتمانى بمراجعة المعلومات والبيانات المالية وغير المالية التى تم الحصول عليها من المستأجر ومن مصادر أخرى ، بغرض تحديد درجة خطر الائتمان وبالتالى اتخاذ القرار المناسب وتشمل مرحلة تقييم الائتمان التحقق من ملائمة وسيلة التمويل التأجيرى لظروف ومتطلبات المستأجر ، وطبيعة نشاط المنشأة وإمكانيات نموها ، والتأكد من التزام مورد المعدات المؤجرة وإمكانياته فى تقديم خدمات ما بعد البيع وتقييم البيانات المالية للمستأجر وتوقعات الربحية والتدفقات النقدية خلال الفترة القادمة .

(ج) تقديم العروض .

يقوم المؤجر ، بعد استكمال جمع كافة المعلومات وتحليلها ، بتقديم عرضه للمستأجر حيث يحدد الشروط الأساسية لعقد التأجير متضمناً القيمة الإيجارية الدورية (ثابتة أو متغيرة) ، والدفعة المقدمة أو الوديعة اللازمة كضمان ، حق الخيار المتوفر للمستأجر فى نهاية مدة العقد والرسوم والمصاريف التى يتحملها المستأجر .

(د) إجراءات منح الائتمان.

يتم اتخاذ قرار منح الائتمان بعد التثبت من سجل أعمال المستأجر وربحية عملياته ، والتأكد من توافر كافة مقومات الائتمان الأولية لدى المستأجر ، مع مراعاة أن تتناسب قيمة العقد مع حدود السقوف الائتمانية الدنيا والعليا الذى تحدده الإجراءات الائتمانية الداخلية بشركة التأجير .

■ **الباب السابع : .**

● الملامح الرئيسية للقانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥ بشأن التأجير التمويلى .

تركز الأحكام الخاصة بقانون التأجير التمويلى على تحقيق مبدأين أساسيين :

أولهما :

تيسير حصول المشروعات على الأصول الرأسمالية اللازمة لتأسيسها أو مزاولة نشاطها بأسلوب مناسب مالياً.

وثانيهما :

توفير ضمانات لحقوق المالك على الأصول وإتاحة تيسيرات لمزاولة نشاط التأجير التمويلى .

وعلى ذلك فقد تضمن قانون

التأجير التمويلى رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٥ خمسة أبواب وفقاً لما يلى :ـ

الباب الأول : أحكام عامة (المواد من ١ إلى ٦)

الباب الثانى : عقود التأجير التمويلى (المواد من ٧ إلى ١٨).

الباب الثالث : انقضاء عقد التأجير التمويلى (المواد من ١٩ إلى ٢٢)

الباب الرابع : القواعد المحاسبية والمعاملة الضريبية (المواد من ٢٣ إلى ٣٠) .

الباب الخامس : الجزاءات (المواد من ٣١ إلى ٣٦) .

ويمكن عرض أهم أحكام القانون ، وملامحه الرئيسية فيما يلى :

١ ـ تعريف المؤجر التمويلى :

تضمن الباب الأول من القانون ٩٥ لسنة ١٩٩٥ تعريفاً للمؤجر التمويلى بأنه كل شخص طبيعى أو اعتبارى يباشر عمليات التأجير التمويلى ، ولم يشترط المشرع شكلاً قانونياً معيناً أو حداً أدنى لرأس المال فى المؤجر التمويلى .

وعرفت المادة (٢) عقد التأجير التمويلى بما يبرز إجازة أن يكون المال المؤجر منقولاً أو عقاراً أو منشآت وأوضحت المادة (٥) مآل المال المؤجر فى نهاية عقد التأجير فأما أن يشتريه المستأجر كله أو بعضه بالثمن المحدد فى العقد مع مراعاة مبالغ الأجرة التى سبق أن أداها المستأجر أثناء فترة التأجير ، وأما أن يعيد المستأجر المال إلى المؤجر إذا لم يرغب فى شرائه ، وأما أن يجدد العقد بالشروط التى يتفق عليها مع المؤجر وفى جميع الأحوال لا يتجدد العقد تلقائياً ولا يمتد . وألزم القانون قيد المؤجرين فى سجل خاص ، وقيد عقود التأجير التمويلى وما يطرأ عليها من تعديلات فى سجل آخر لدى الجهة الإدارية المختصة (مصلحة الشركات ـ قطاع شركات الأموال بالهيئة العامة للاستثمار) لذلك لا يجوز لأى شخص غير مقيد فى سجل المؤجرين أن يزاول عمليات التأجير التمويلى .

٢ ـ إجازة مزاولة الأجانب لعمليات التأجير التمويلى :

أجاز القانون للأجانب تكوين شركات التأجير التمويلى فى مصر ويكون لهم ـ استثناء من القوانين المنظمة للاستيراد ـ استيراد الأصول بقصد تأجيرها تمويلياً ، ويكون المؤجر ـ رغم كونه أجنبياً ـ حق القيد فى سجل المستوردين ، واستثنائه من شرط الجنسية المصرية .

٣ ـ التزامات المستأجر :

بين القانون الالتزامات التى تقع على عاتق المستأجر والتى تتضمن استعمال الأصول وصيانتها وإصلاحها بما يتفق مع الأغراض التى أعدت لها ، وعليه إخطار المؤجر بما يطرأ عليها من عوارض تمنع من الانتفاع بها كلياً أو جزئياً ، كما يلتزم المستأجر بأداء الأجرة التى يجرى تحديدها اتفاقاً فى المواعيد والأوضاع المتفق عليها فى العقد ، وعند انقضاء العقد دون تجديد أو شراء المستأجر للأصل فإنه يلتزم برده إلى المؤجر بالحالة المتفق عليها . ويتحمل المستأجر المسئولية المدنية الناشئة عن الأضرار التى

تسببها الأموال المؤجرة للغير.

٤ ـ التزامات المؤجر :

يتحمل المؤجر تبعة هلاك المال المؤجر إذا كان ذلك بسبب لا دخل للمستأجر فيه ، ويجوز للمؤجر أن يشترط التأمين على الأموال المؤجرة بما يكفل له الحصول على القيمة الإيجارية عن باقى مدة العقد والثمن المحدد له . ويكون المؤجر مسئولاً عن أفعاله أو تصرفاته التى تؤدى إلى غلط فى اختيار الأموال المؤجرة أو إلى تمكين المورد أو الغير من التعرض للمستأجر على أى وجه فى الانتفاع بالأموال المؤجرة .

وأعطى القانون الحق للمؤجر فى التنازل عن العقد إلى مؤجر آخر على ألا يترتب على هذا التنازل أى إخلال بحقوق وضمانات المستأجر قبل المؤجر الأصلى .

٥ ـ أحكام انقضاء عقد التأجير التمويلى :

نص القانون على أن يكون العقد مفسوخاً من تلقاء نفسه دون حاجة إلى اتخاذ إجراءات قضائية فى أى من الحالات الآتية :

١) عدم قيام المستأجر بسداد الأجرة المتفق عليها فى المواعيد ، ووفقاً للشروط المتفق عليها فى العقد.

٢) إشهار إفلاس المستأجر أو إعلان إعساره ، وفى هذه الحالة لا تدخل الأموال المؤجرة فى أموال التفليسة ولا فى الضمان العام للدائنين على أنه يجوز للسنديك أن يخطر المؤجر برغبته فى استمرار العقد ، وفى هذه الحالة يستمر العقد قائماً بشرط أداء القيمة الإيجارية فى مواعيدها .

٣) اتخاذ إجراءات التصفية قبل المستأجر إذا كان شخصاً اعتبارياً سواء كانت تصفية إجبارية أو اختيارية ما لم تكن بسبب الاندماج وبشرط عدم الإخلال بحقوق المؤجر المنصوص عليها فى العقد.

كما يعد العقد مفسوخاً من تلقاء نفسه دون حاجة إلى أعذار أو اتخاذ إجراءات قضائية إذا هلك المال المؤجر هلاكاً كلياً فإذا كان الهلاك راجعاً إلى خطأ المستأجر التزم بالاستمرار فى أداء القيمة الإيجارية أو الثمن المتفق عليه فى المواعيد المحددة وإذا كان الهلاك راجعاً إلى خطأ الغير كان لكل من المؤجر والمستأجر الرجوع عليه بالتعويض .

٦) قواعد المحاسبة الضريبية لمشروعات التأجير التمويلى تناولت المواد ٢٤ / ٣٠ المعاملة الضريبية لمشروعات التأجير التمويلى فنظمت :

١ ـ خصم الاستهلاك والقيمة الإيجارية باعتبارهما من الأعباء واجبة الخصم (مادة ٢٤ ، ٢٥) .

٢ ـ أحكام الخصم والإضافة (مادة ٢٦)

٣ ـ الضرائب والرسوم الجمركية (مادة ٢٧ ، ٢٨)

٤ ـ الضرائب والرسوم المتعلقة بالتراخيص (٢٩)

٥ ـ الإعفاءات الضريبية المقررة لهذا النشاط (مادة ٣٠)

ونعرض فيما يلى هذه العناصر :-

أ) خصم الاستهلاك والمخصصات والقيمة الإيجارية باعتبارهما من الأعباء واجبة الخصم.

● أجاز المشرع فى المادة ٢٤ للمؤجر خصم استهلاك قيمة الأموال المؤجرة حسبما يجرى عليه العمل ، وفقاً للعرف وطبيعة المال الذى يجرى استهلاكه وذلك دون النظر إلى مدة عقد التأجير المتعلق بذلك المال ، كما أجاز المشرع للمؤجر أن يخصم من أرباحه الناتجة عن عمليات التأجير التمويلى خلال سنة المحاسبة جميع التكاليف واجبة الخصم من ناتج هذه العمليات وكذلك خصم المخصصات المعدة لمواجهة الخسائر أو الديون المشكوك فيها طبقاً للقواعد القانونية المطبقة فى هذا الشأن .

● سمح المشرع فى المادة ٢٥ للمستأجر بخصم القيمة الإيجارية المستحقة خلال سنة المحاسبة واعتبارها من التكاليف واجبة الخصم من أرباح المستأجر وفقاً للتشريعات الضريبية السارية.

● ويعتد فى هذه الحالة بالقيمة الإيجارية المستحقة تنفيذاً للعقد مع ضرورة بيان طبيعته (عقار أو منقول) وما تم آداؤه من مبالغ الأجرة عن كل عقد وما تبقى منها .

ب - أحكام الخصم والإضافة.

أعفى القانون المستأجر من الالتزام بأحكام الخصم والإضافة والتحصيل وغيرها من نظم الحجز عند المنبع لحساب الضرائب على مبالغ الأجرة واجبة الأداء إلى المؤجر كما لا تسرى هذه الأحكام على الثمن المحدد بالعقد .

ج - الضرائب والرسوم الجمركية .

نظمت المادتان ٢٧ ، ٢٨ من قانون التأجير التمويلى المعاملة الجمركية للأصول المستوردة بقصد تأجيرها على النحو التالى :

تنص المادة ٢٧ على أن تستحق الضرائب والرسوم الجمركية - طبقاً للنظم المعمول بها - على ما يتم استيراده من معدات وغيرها بقصد تأجيرها وفقاً لأحكام هذا القانون .

ويعامل المؤجر بالنسبة للضرائب والرسوم الجمركية المقررة على ما يتم استيراده من المعدات وغيرها بقصد التأجير بذات المعاملة بمقرره قانوناً بالنسبة للمستأجر ، فإذا كان المستأجر يتمتع بإعفاء كلى أو جزئى من الضرائب فإن المؤجر يعامل نفس المعاملة ، وذلك طوال مدة التأجير ، على أن تستحق هذه الضرائب والرسوم فى حالة فسخ العقد أو إبطاله أو انتهاء مدته دون أن يستعمل المستأجر حقه فى الشراء .

كما تنص المادة ٢٨ على رد الضرائب والرسوم الجمركية التى سددت عما تم استيراده من أموال بقصد تأجيرها وفقاً لأحكام هذا القانون إذا أعيد تصدير هذه الأموال ،

وذلك بعد خصم ٢٠٪ عن كل سنة انقضت من تاريخ الإفراج عنها وتحتسب كسور السنة سنة كاملة .

د ـ الضرائب والرسوم المتعلقة بالترخيص للمركبات:

نصت المادة ٢٩ من القانون السابق على أن يتحمل المستأجر جميع الضرائب والرسوم المقررة قانوناً للحصول على الترخيص وتجديده ، كما يلتزم بأداء أقساط التأمين الإجبارى ، وغير ذلك من الالتزامات المترتبة عن ملكية المركبة بالرغم من أن الترخيص يصدر باسم المؤجر وهذا الالتزام المنصوص عليه فى هذه المادة يجب أخذه فى الحسبان عند حساب المبالغ واجبة الخصم للمستأجر وعدم التقيد بأن الترخيص صدر باسم المؤجر نظراً لأن هذا الالتزام منصوص عليه قانوناً .

هـ ـ الإعفاءات الضريبية المقررة لهذا النشاط .

أعفى القانون المؤجر من الضرائب المفروضة على الدخل بالنسبة لأرباحه الناشئة عن عمليات التأجير التمويلى ، وذلك لمدة خمس سنوات تبدأ من تاريخ مزاولة النشاط وذلك مع عدم الإخلال بأية إعفاءات ضريبية مقررة قانوناً ، أى أنه يكون للمؤجر أن يستفيد من أى إعفاءات ضريبية أفضل مقررة فى القوانين الأخرى إذا استوفى شروط التمتع بها .

٧ ـ الجزاءات :

يحظر القانون على أى شخص طبيعى أو اعتبارى غير مقيد بسجل المؤجرين استعمال عبارة (التأجير التمويلى) أو مرادفات لها فى عنوانه ، أو مزاولة عمليات التأجير التمويلى ويعاقب بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف جنيه ولا تزيد عن عشرة آلاف جنيه كل من يخالف هذا الحظر . ويجوز الحكم بالغلق ، ويكون الغلق وجوبياً فى حالة العودة .

كما يقضى على كل من يخالف أحكامه بغرامة لا تقل عن خمسة آلاف جنيه ولا تزيد عن عشرين ألف جنيه وخول القانون للعاملين بالجهة الإدارية المختصة من شاغلى الوظائف التى يصدر بتحديدها قرار من وزير العدل بالاتفاق مع الوزير المختص صفة الضبطية القضائية فى شأن الجرائم التى تقع بالمخالفة لأحكام القانون ، وله فى سبيل ذلك حق الاطلاع على جميع السجلات والدفاتر والمستندات فى مقر المؤجر أو المستأجر .

● ولما كان عقد التأجير التمويلى يعد من عقود الأمانة التى يجرم قانوناً العقوبات خيانتها بتبديد المال محلها ، نص على عقوبة من يقوم بتغيير معالم المال المؤجر أو أوصافه المقيدة بالسجل الخاص بذلك ، أو طمس البيان المثبت لصفة المؤجر بالنسبة لهذا المال ، ففى هاتين الحالتين جعل القانون العقوبة الحبس مدة لا تقل عن ثلاثة أشهر والغرامة التى تتراوح قيمتها بين خمسة آلاف جنيه وعشرين ألف جنيه أو بإحدى العقوبتين .




NATIONAL BA